

BEHAVIORAL FINANCE

Δομή της εργασίας

1. Εισαγωγή

2. Σκοπός της εργασίας

3. Επενδυτική Ψυχολογία

3.1 Επενδυτική Προσδοκία

3.2 Ανεκτικότητα Ανάληψης κινδύνου

4. Ορισμοί

4.1 Noise

4.2 Αποτελεσματικές αγορές

5. Puzzles

6. Μοντέλα συμπεριφοράς

6.1 Επένδυση σε τοπικές εταιρείες

6.2 Αποφυγή ανάληψης ρίσκου

6.3 Αντίληψη πιθανότητας

6.4 Υπολογισμοί Ναι η Όχι

6.5 Μετάνοια

6.6 Πόνος Μετάνοιας

6.7 Αποφυγή μετάνοιας

7. Συμπεράσματα και Προτάσεις

1. Εισαγωγή

Η τριετία πριν το κράχ του 1929 έχει χαρακτηριστεί σαν η χρυσή εποχή του καπιταλισμού. Ο δείκτης τιμών του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης υπερδιπλασιάστηκε. Τα θεμελιώδη μεγέθη της Αμερικάνικης Οικονομίας βελτιώνονταν με ραγδαίους ρυθμούς. Η οικονομία των Η.Π.Α είχε μείνει σχεδόν ανέπαφη από τις διεθνείς εξελίξεις και είχε την ευκαιρία να πειραματιστεί και να αναπτύξει τομείς υψηλής τεχνολογίας. Οι τομείς αυτοί βοήθησαν στην βελτίωση του ισοζυγίου πληρωμών και αύξησαν σημαντικά την εισροή κεφαλαίου στην οικονομία. Η σημαντική εισροή κεφαλαίων δεν προκάλεσε πληθωριστικές πιέσεις καθώς διοχετεύτηκε σε επενδύσεις στο χρηματιστήριο. Η αυξημένη ποσότητα εισροής κεφαλαίων βοήθησε στην επιτάχυνση της οικονομίας των Η.Π.Α η οποία είχε μέσο όρο αύξησης του Α.Ε.Π το 1922 μέχρι το 1929 περίπου 4.7 % . Συνέπεια αυτής της αύξησης ήταν η αύξηση των εξαγωγών ,που οδήγησε στην αύξηση των εισροών κεφαλαίου, που βοήθησε με τη σειρά της στην βελτίωση των παραγωγικών δομών στην ανάπτυξη νέας τεχνολογίας που με τη σειρά της έδωσε νέα ώθηση στην οικονομική δραστηριότητα. Οι κεφαλαιακές ανάγκες που δημιούργησε η πορεία της οικονομίας ήταν πολύ μεγάλες και παρά την εισροή κεφαλαίων , η τραπεζική αγορά δανείων δεν μπορούσε να τις καλύψει. Ο ρόλος της Χρηματιστηριακής αγοράς αυξήθηκε σημαντικά τόσο σαν αγορά άντλησης κεφαλαίων για τις επιχειρήσεις ,όσο και σαν αγορά αποταμίευσης για τους επενδυτές.

Η αύξηση του όγκου των συναλλαγών αλλά και οι επιδόσεις των εισηγμένων εταιρειών στο χρηματιστήριο οδήγησαν την Wall Street σε άνθιση. Στην ξέφρενη κούρσα πρωτοστάτησαν εταιρείες υψηλής τεχνολογίας και υπηρεσιών των οποίων τα θεμελιώδη μεγέθη ήταν αρκετά δύσκολο να εκτιμηθούν καθώς οι επενδύσεις σε αυτούς τους κλάδους περιείχαν σημαντικό κίνδυνο και αβεβαιότητα.

Η Πέμπτη 24 Οκτωβρίου 1929 θα παραμείνει στα χρηματιστηριακά χρονικά ως η Μαύρη Πέμπτη καθώς αυτή η συνεδρίαση σήμαινε και την έναρξη της μεγάλης ύφεσης Bernard Gazier:La Crise de 1929 (1983) Σε

αυτή τη συνεδρίαση 13 εκατομμύρια μετοχές άλλαξαν χέρια (μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών \$4,000,000) προκαλώντας τη ραγδαία πτώση των τιμών των μετοχών. Κατόπιν ακολουθεί η Μαύρη Τρίτη στις 29 Οκτωβρίου που εδραιώνει τον πανικό στις αγορές με 16 εκατομμύρια μετοχές όγκο συναλλαγών έχοντας σαν συνέπεια τη πτώση του δείκτη στα χαμηλότερα επίπεδα των τελευταίων δώδεκα μηνών. Ο δείκτης τιμών του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης μέσα σε μια εβδομάδα έχασε τις υπεραξίες που είχε καταγράψει από τον Ιούλιο του 1928 (39,6 % από το μέγιστο στις 3 Σεπτεμβρίου). Μέχρι τον Ιούλιο του 1932 είχε απολέσει περίπου το 89 % της αξίας του και ο δείκτης Dow Jones δεν επανήλθε στα επίπεδα του 1929 μέχρι τον Νοέμβριο του 1954. Υποστηρίζεται ότι η αγορά ήταν υπερτιμημένη λόγω κερδοσκοπικής φούσκας και άρα η πτώση των τιμών ήταν μια λογική και αναμενόμενη διόρθωση.

Φεύγουμε από αυτή τη περίοδο και ερχόμαστε σε μια άλλη τον Οκτώβριο του 1987, πενήντα οκτώ χρόνια μετά. Οι χρηματαγορές χάνουν περίπου \$1,2 τρις σε κεφαλαιοποιημένη αξία. Η μισή περίπου από αυτή την απώλεια πραγματοποιείται στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης. Στις 19 Οκτωβρίου 1987 ο δείκτης S&P 500 χάνει το 20% της αξίας του και ο δείκτης D.J το 22 %. Ο τότε πρόεδρος των Η.Π.Α Ronald Reagan δηλώνει ότι η κατάρρευση των τιμών δεν έχει καμία σχέση με τα δεδομένα της οικονομίας, επιρρίπτοντας ευθύνες σε κερδοσκοπικούς κύκλους. Πραγματικά δεν φαινόταν να υπάρχουν αρνητικές ειδήσεις για τη πορεία των θεμελιωδών μεγεθών της οικονομίας , ικανών να προκαλέσουν τόσο σημαντική πτώση των τιμών των μετοχών.

Για να κατανοήσουμε τη συμπεριφορά των επενδυτών κατά τη διάρκεια της πτώσης του 1987, θα αναφέρουμε μια έρευνα που έγινε από τον Robert Shiller. Ο Robert Shiller του Yale έκανε μια έρευνα και περιέλαβε περίπου 900 επενδυτές στην έρευνά του. Ένα από τα πολύ ενδιαφέροντα αποτελέσματα της έρευνας ήταν ότι το 25 % περίπου των επενδυτών είπαν ότι η μεγάλη πτώση προκλήθηκε από την παρορμητική (μη ορθολογική) συμπεριφορά των επενδυτών. Ο Shiller έθεσε στους επενδυτές το ερώτημα ποιοι παράγοντες κατά τη γνώμη τους ευθυνόταν για τη μεγάλη πτώση των τιμών. Θεμελιώδη οικονομικά στοιχεία τα οποία δημοσιεύθηκαν , όπως τα κέρδη των εταιρειών, τα επιτόκια , ή η

ψυχολογία των επενδυτών. Τα 2/3 των ερωτηθέντων απάντησαν ότι οι λόγοι ήταν ψυχολογικοί και όχι οικονομικοί. Ο Shiller κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η πιο σχετική πληροφορία για τους επενδυτές, εκείνη την εποχή, ήταν μόνον η πτώση των τιμών των μετοχών. Οι επενδυτές δεν ενδιαφερόταν για τις αλλαγές στην αναμενόμενη αξία των τιμών των μετοχών. Καθώς οι τιμές έπεφταν οι επενδυτές υιοθετούσαν νοοτροπία αγέλης, προκαλώντας και περαιτέρω πτώση των τιμών.

Πολλοί μελετητές παραλληλίζουν τη κατάρρευση της χρηματαγοράς το 1987 και το 1929 καθώς και στις δύο περιπτώσεις η πορεία του D.J ήταν σχεδόν ίδια, τόσο στην ένταση των διακυμάνσεων, όσο και στο συγχρονισμό τους. Η συστηματική άνοδος των τιμών των μετοχών (bull market) ξεκίνησε το δεύτερο τρίμηνο του 1924 και 1982 αντίστοιχα και κράτησε 63 μήνες. Ο δείκτης τιμών και στις δύο περιπτώσεις έφτασε στο μέγιστο το τρίτο τρίμηνο του έτους με διαφορά λίγων ημερών, ενώ πέρασαν περίπου 54 μέρες από τη μέγιστη τιμή, για να φτάσουμε στο σημείο της κατάρρευσης. Και στις δύο περιπτώσεις η χρηματαγορά έχασε περίπου το 20 % της κεφαλαιοποιημένης αξίας της.

Η πορεία της αγοράς κατά τη διάρκεια αυτών των περιόδων εγείρει σοβαρά ερωτήματα τόσο ως προς την ορθολογικότητα των συνεχόμενων , έντονα ανοδικών τάσεων που επικράτησαν , όσο και ως προς τα αίτια της μεταστροφής του κλίματος. Πολλοί μελετητές αποδίδουν τη πορεία των χρηματαγορών κατά τις δύο αυτές περιόδους, στους παρορμητικούς επενδυτές οι οποίοι οδήγησαν πρώτα σε υπερβολικά ανεξήγητη, και επίμονη υπερτίμηση των τιμών των χρηματαγορών και στη συνέχεια προκάλεσαν τη κατάρρευση των τιμών. Η υπερβάλλουσα αισιοδοξία που επικρατούσε δεν επέτρεπε στους ορθολογικούς επενδυτές τη σωστή ανάλυση των δεδομένων της χρηματαγοράς ,με συνέπεια η πιθανότητα πτώσης των τιμών των μετοχών η έστω διόρθωσης δεν λαμβανόταν καθόλου υπόψη. Ένα άλλο κομμάτι της αρθρογραφίας υποστηρίζει ότι η σημαντική αύξηση των τιμών οφείλεται σε ορθολογικούς κερδοσκοπικούς κύκλους οι οποίοι εκμεταλλευόμενοι τις καλές ειδήσεις για τα θεμελιώδη μεγέθη της οικονομίας , δημιούργησαν υπερβολικές αποκλίσεις στις τιμές των μετοχών που ήταν λογικό να φανούν με τη πρώτη μεταβολή των προσδοκιών.

Τα γεγονότα των δύο περιόδων του 1929 και του 1987 , επιβεβαιώνουν την ύπαρξη περιόδων κατά τις οποίες οι χρηματαγορές δεν οδηγούνται από τα δεδομένα της οικονομίας , και φαίνεται ότι δεν ακολουθούν καμία λογική.

Σε αντίθεση με τις παραπάνω απόψεις τα τελευταία χρόνια η γνώμη των ερευνητών είναι ότι τόσο η άνοδος ,όσο και η πτώση μπορεί να ερμηνευτούν από τις ορθολογικές προσδοκίες για τα θεμελιώδη μεγέθη της αγοράς, και απορρίπτουν τη θεωρία ύπαρξης κερδοσκοπικών φουσκών.

Γενικότερα κλίμα έντονης οικονομικής ανάπτυξης , σε συνδυασμό με αύξηση του αριθμού των μικροεπενδυτών , λόγω νέων χρηματιστηριακών προϊόντων και σημαντικής τεχνολογικής προόδου στις συναλλαγές , δημιουργεί κλίμα ευφορίας και αισιοδοξίας στην αγορά και η άνοδος φαίνεται να μην έχει όριο. Πολλοί επενδυτές σπεύδουν να δανειστούν για να μπορέσουν να εκμεταλλευτούν την άνοδο αυτή με αποτέλεσμα την αύξηση των δανείων προς τους χρηματομεσίτες. Οι συνθήκες αυτές είναι ιδανικές για μεγάλες αποκλίσεις τόσο από Ορθολογικούς όσο και από Παρορμητικούς επενδυτές. (Rapport, Wall Street Journal , 9/4/29).

Την άποψη αυτή συμμερίζεται και ο Galbraith ο οποίος υποστηρίζει ότι οι αποκλίσεις δημιουργήθηκαν χωρίς να υπάρχουν σημαντικές ειδήσεις . Στις 5 Μαρτίου του 1928 η κερδοσκοπία ξεκίνησε με τη μετοχή της General Motors να κερδίζει 5 % χωρίς να υπάρχει κάποια σημαντική είδηση. Τους δύο επόμενους μήνες ο δείκτης S&P 500 κερδίζει 15 %.Ο Galbraith παρατήρησε πως αν και μέχρι το τέλος του 1927 οι δείκτες τιμών και μερισμάτων του D.J ακολουθούσαν την ίδια πορεία, μετά το 1927, ο δείκτης των μερισμάτων συνέχισε την ομαλή ανοδική του πορεία, ενώ ο δείκτης τιμών εκτινάχθηκε. Αρκετοί μελετητές υποστηρίζουν ότι η άνοδος των τιμών οφείλεται στις σωστές Ορθολογικές αισιόδοξες εκτιμήσεις για τα μελλοντικά μεγέθη των εταιρειών. Όπως υποστήριξε και ο Sirkin , οι υψηλές τιμές των μετοχών και οι υψηλοί δείκτες P/E ήταν αποτέλεσμα του μεγάλου αναμενόμενου ρυθμού αύξησης των κερδών.

Η ψυχολογία και η οικονομική συμπεριφορά τού Επενδυτή είναι βασισμένες στην έννοια ότι τα άτομα ενεργούν Ορθολογικά και λαμβάνουν υπόψη τους όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες στην διαδικασία λήψης των αποφάσεων.

Εν τούτοις αρκετοί ερευνητές έχουν αποκαλύψει ένα μεγάλο αριθμό στοιχείων που μας λένε ότι μερικές φορές συμβαίνει και το αντίθετο. Δεκάδες παραδειγμάτων παράλογης συμπεριφοράς και επανειλημμένων σφαλμάτων έχουν τεκμηριωθεί σε Ακαδημαϊκές μελέτες και αποκαλύπτουν τον **Παραλογισμό, την Ασυνέπεια, και την ανικανότητα** στους τρόπους των Ανθρώπινων Όντων όταν οι επιλογές τους βρίσκονται αντιμέτωπες με την Αβεβαιότητα.

Ένα πεδίο έρευνας το οποίο έχει ονομασθεί Behavioral Finance προσπαθεί να εξηγήσει πως οι παρορμητισμοί και τα γνωστικά σφάλματα επηρεάζουν τους επενδυτές στην διαδικασία λήψης των αποφάσεων.

Πολλοί ερευνητές θεωρούν ότι η μελέτη της Ψυχολογίας και άλλων κοινωνικών επιστημών μπορεί να ρίξει ιδιαίτερο φως στη λειτουργία των αγορών καθώς επίσης και να εξηγήσει πολλές ανωμαλίες στην αγορά μετοχών, τις φούσκες της αγοράς και τις κρίσεις. Για παράδειγμα πιστεύουν ότι υπέρ-αποδόσεις αξιών προκύπτουν από τη μη Ορθολογική υπέρ-εμπιστοσύνη των επενδυτών σε αναπτυσσόμενες εταιρείες και από το γεγονός ότι οι επενδυτές χαίρονται και υπερηφανεύονται από τη κατοχή μετοχών με μεγάλο ρυθμό ανάπτυξης. Αρκετοί ερευνητές επίσης, μας λένε ότι οι αντιδράσεις των επενδυτών είναι προβλέψιμες, σταθερές και είναι δυνατόν κάποιος να τις εκμεταλλευτεί για να αποκομίσει εύκολο κέρδος. Έχουν γίνει πολλές μελέτες προκειμένου να εντοπιστεί η επενδυτική συμπεριφορά των ατόμων και τα αίτια που τη προκαλούν. Έχει ειπωθεί ότι τα προηγούμενα κέρδη ή ζημιές, καθορίζουν τη μελλοντική τάση για αγορά ή πώληση.. (Mark Grinblatt & Matti Keloharju 1998). Επίσης πως οι διαφορές στη συμπεριφορά των επενδυτών και οι διαφορές στην επενδυτική πολιτική, επηρεάζουν και την απόδοση των χαρτοφυλακίων των διαφορετικών επενδυτών. Από τις έρευνες οι οποίες διεξήχθησαν βρέθηκε ότι οι ξένοι επενδυτές είναι πιο ορμητικοί (momentum), η συμπεριφορά τους δηλαδή βασίζεται στο ότι αγοράζουν μόνο μετοχές που αρχίζει να ανεβαίνει η τιμή τους και πωλούν αμέσως μετοχές των οποίων η τιμή πέφτει. Αντίθετα οι ντόπιοι επενδυτές δρουν με διαφορετικό τρόπο. Αγοράζουν μετοχές των οποίων η αξία έχει πέσει (δηλαδή αγοράζουν με μόνο κριτήριο ότι οι τιμές των μετοχών είναι φθηνές, και αγνοούν το ενδεχόμενο ότι οι τιμές αυτές μπορεί να γίνουν ακόμη φθηνότερες), και πωλούν μετοχές όταν αυτές έχουν κέρδη, χωρίς βέβαια να

υπολογίζουν ότι οι τιμές των μετοχών αυτών μπορούν να ανέβουν ακόμη ψηλότερα. (N Jegadeesh & S. Titman).

Συγκρίνοντας τις δύο αυτές συμπεριφορές παρατηρήθηκε ότι η απόδοση του χαρτοφυλακίου των ξένων επενδυτών ξεπερνά σε απόδοση το χαρτοφυλάκιο των εγχώριων επενδυτών.

Έρευνες έχουν γίνει επίσης με στόχο να δείξουν γιατί οι επενδυτές είναι απρόθυμοι να αντιληφθούν τις ζημιές τους (Odean 1998) . Το συμπέρασμα που εξάγεται από αυτή την έρευνα είναι το γεγονός ότι οι επενδυτές έχουν τη τάση να κρατούν επενδύσεις στις οποίες χάνουν μέρος του κεφαλαίου τους , για πολύ μεγάλο χρονικό διάστημα. Δεν αποδέχονται την ιδέα ότι εάν θα πουλήσουν τις συγκεκριμένες μετοχές θα έχουν οικονομική ζημία. Στερούνται δηλαδή της ικανότητας να αντιληφθούν , ότι μια πώληση με ζημιά μπορεί να τους προστατεύσει από μια ενδεχόμενη νέα πτώση διαρκείας. Εάν βέβαια δεν σημειωθεί καμία τέτοιου είδους πτώση μπορούν να επανα-γοράσουν όποτε θέλουν τις μετοχές τους. Αντίθετα προβαίνουν σε πωλήσεις των επενδύσεών τους αμέσως όταν αυτές γίνουν κερδοφόρες. Ως συνέπεια αυτής της συμπεριφοράς, στερούνται της δυνατότητας για μέγιστη κερδοφορία των επενδύσεών τους. Οι Sheffrin & Statman και ο Boot στη προσπάθειά τους να εξηγήσουν ποιοι είναι οι λόγοι αποφυγής της ρευστοποίησης στη πτώση των χρηματιστηρίων , κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι επενδυτές αποφεύγουν τη μετάνοια και την απογοήτευση, σε περίπτωση αποκάλυψης του επενδυτικού λάθους που έκαναν. Αρκετοί αμερικανικοί οίκοι χρησιμοποιούν τους μικροεπενδυτές ως μέσον για να πουλήσουν μετοχές που δεν χρειάζονται πια (Werner F.M.De Bond 1998).Μάλιστα πολλοί ειδικοί στα χρηματιστηριακά θέματα, χρησιμοποιούν τη γνώμη των μικροεπενδυτών σαν ένα δείκτη αντίθεσης ,που τους δείχνει πότε είναι η κατάλληλη στιγμή για τα θεσμικά μεγάλα κεφάλαια να προχωρήσουν σε αγορές η σε πωλήσεις των χαρτοφυλακίων τους.

2. Σκοπός της Εργασίας

Πληθώρα μελετών έχουν ασχοληθεί στο εξωτερικό με την έρευνα της ψυχολογίας των επενδυτών. Στην Ελλάδα προς το παρόν δεν έχει ασχοληθεί κανείς με τον έλεγχο των σχετικών υποθέσεων που προκύπτουν από τη θεωρία, και κατά συνέπεια δεν έχει γίνει εμπειριστατωμένη μελέτη πάνω σε αυτό το θέμα. Θα ήταν καλό να μπορούσαμε να εξάγουμε συμπεράσματα σχετικά με το τι επηρεάζει τη συμπεριφορά των επενδυτών στη λήψη επενδυτικών αποφάσεων . Καλό θα ήταν επίσης να περιορίσουμε τους αρνητικούς παράγοντες που επιδρούν στη διαμόρφωση της επενδυτικής συμπεριφοράς. Συνεχώς οι επενδυτές πρέπει να λαμβάνουν επενδυτικές αποφάσεις, όπως η κατάλληλη στιγμή για αγορά η πώληση , ο προσδιορισμός του Επενδυτικού ορίζοντα , ο προσδιορισμός του κατάλληλου χαρτοφυλακίου. Η Οικονομική θεωρία έχει να προσφέρει πολλά στο τομέα αυτόν, και δεν μπορούμε να αρνηθούμε την αξιοπιστία των αποτελεσμάτων της , παρόλα αυτά όμως, υπάρχουν ερωτήματα που δεν μπορεί να δώσει απαντήσεις ικανοποιητικές γιατί σε πολλά σημεία υπεισέρχεται ο ανθρώπινος παράγοντας που είναι απρόβλεπτος. Ένα από τα πιο βασικά συμπεράσματα της θεωρίας είναι ότι ενώ οι επενδυτές θεωρούνται ως Ορθολογικοί στη πράξη δεν αντιδρούν πάντα ως τέτοιοι. Έχουν υπερβολική εμπιστοσύνη στις ικανότητές τους , σε περιβάλλον κερδών αποφεύγουν το κίνδυνο ενώ σε περιβάλλον ζημιών αναλαμβάνουν μεγαλύτερο ρίσκο. Αυτές τις καταστάσεις άγχους , πανικού ,μετάνοιες τις βλέπουμε καθημερινά , ακόμη και σε μας τους ίδιους εν τούτοις δεν έχουν ακόμη ερευνηθεί και δεν δείχνουν εμπράκτως τα ευρήματα της βιβλιογραφίας.

Τι είναι Behavioral Finance

Έχει αναπτυχθεί ένας κλάδος που προσπαθεί να δώσει απαντήσεις στα ερωτήματα τα οποία προκύπτουν από τη συμπεριφορά των επενδυτών και δέχεται βέβαια σημαντικές επιρροές από την Ψυχολογία και ονομάζεται **Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική (Behavioral Finance)**. Behavioral Finance είναι ο συνδυασμός της κλασσικής οικονομικής και χρηματοοικονομικής θεωρίας με τη Ψυχολογία και τις επιστήμες που ασχολούνται με τη λήψη των αποφάσεων. Βασικό μέλημα της επιστήμης

είναι να δώσει εξηγήσεις στις ανωμαλίες και τα ερωτήματα που δεν μπορεί να δώσει η Ορθολογική Θεωρία. Ασχολείται επίσης με τη μελέτη του τρόπου με τον οποίο οι επενδυτές κάνουν συστηματικά λάθη κρίσης. Επίσης μελετά το πώς οι επενδυτές δημιουργούν προσδοκίες για το μέλλον, και πως αυτές επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών.

Οι επενδυτές προσπαθούν τις περισσότερες φορές να πάρουν σωστές αποφάσεις οι οποίες είναι σχετικές με τη διασπορά του χαρτοφυλακίου τους για να περιορίσουν το κίνδυνο, να αγοράσουν νέες μετοχές, να πουλήσουν τις ήδη υπάρχουσες. Υποθέτουμε ότι οι επενδυτές ενεργούν Ορθολογικά και σκοπός τους είναι η μεγιστοποίηση των επενδύσεών τους. Οι έρευνες όμως έδειξαν ότι υπάρχουν τάσεις αντίθετες με αυτό το σκοπό, οι οποίες υιοθετούνται και οι οποίες βέβαια δεν είναι οι πλέον επωφελείς για τη μεγιστοποίηση των επενδύσεών τους. Σκοπός μας είναι να περιορίσουμε τέτοιου είδους συμπεριφορές και να δείξουμε ότι αυτές δεν οδηγούν στα αναμενόμενα αποτελέσματα

3. Επενδυτική Ψυχολογία

Στην Ελληνική χρηματιστηριακή αγορά οι επενδυτές χωρίζονται σε δύο μεγάλες κατηγορίες (Θ.Ε Θεοδωρόπουλος 1999). Η πρώτη κατηγορία χαρακτηρίζεται από τη προσδοκία που έχουν οι επενδυτές από το τοποθετούμενο κεφάλαιό τους, ενώ η δεύτερη κατηγορία χαρακτηρίζεται από την ανεκτικότητα των επενδυτών στην ανάληψη επενδυτικού κινδύνου.

3.1 Επενδυτική Προσδοκία

Στη πρώτη κατηγορία ανήκουν οι επενδυτές που έχουν χάσει χρήματα στο παρελθόν και δεν θέλουν να χάσουν και στο μέλλον. Θέλουν να προστατεύσουν το αρχικό τους κεφάλαιο χωρίς να ενδιαφέρονται ιδιαίτερα για τη πραγματοποίηση κερδών. Αυτοί οι επενδυτές επενδύουν συντηρητικά σε μετοχές που δεν φημίζονται για τις έντονες διακυμάνσεις τους, και δεν προβαίνουν σε συχνές αλλαγές του χαρτοφυλακίου τους. Σε αυτή τη κατηγορία ανήκουν αυτοί οι επενδυτές που επιθυμούν απόδοση

σταθερού εισοδήματος σε συνδυασμό με την υπεραξία του κεφαλαίου τους, όσοι δηλαδή επιθυμούν ταυτόχρονα με το εισόδημα και την άνοδο της τιμής της μετοχής τους με σκοπό να τη πουλήσουν και να εισπράξουν κεφαλαιακό κέρδος.

3.2 Ανεκτικότητα Ανάλυσης Κινδύνου

Στη δεύτερη κατηγορία ανήκουν επενδυτές χωρίς καμία ανεκτικότητα ανάληψης επενδυτικού κινδύνου (risk averse) καθώς δεν επιθυμούν να ρισκάρουν έστω και ελάχιστο από το κεφάλαιό τους. Ανήκουν επίσης επενδυτές με σχετικά μικρή ανεκτικότητα (risk avoid), οι οποίοι είναι διατεθειμένοι να ρισκάρουν ελάχιστο από το κεφάλαιό τους αρκεί να υπάρχει κέρδος .Επίσης υπάρχουν και επενδυτές που ρισκάρουν όλο το κεφάλαιό τους (risk taker) στη πιθανότητα να το διπλασιάσουν . Έχει παρατηρηθεί ότι οι πρώτοι είναι συντηρητικοί και σπάνια κάνουν πράξεις, οι δε δεύτεροι συναλλάσσονται με το χρηματιστή τους μια φορά ανά 3-6 μήνες, ενώ οι τρίτοι συνήθως κάνουν πράξεις καθημερινά. Είναι αυτονόητο βέβαια ότι ανάλογα με το κίνδυνο που αναλαμβάνουν οι επενδυτές ανεβαίνει και η πιθανότητα για κέρδη .

Ερχόμαστε να εξετάσουμε την επάρκεια της πληροφόρησης για όλα τα διεθνή και εγχώρια νέα για τα οικονομικά θέματα, τα οποία μπορεί να επηρεάσουν τη πορεία των χρηματαγορών . Οι επενδυτές που δεν έχουν επαρκή πληροφόρηση είναι πολύ πιθανόν να οδηγηθούν σε απώλεια ενός τμήματος του κεφαλαίου τους. Σε έρευνα που έγινε από τους R. Bloomfield, R Libby & M Nelson το 1999 βρέθηκε ότι επενδυτές δίχως επαρκή πληροφόρηση έχουν μεγάλο μειονέκτημα (σε σχέση με τους επενδυτές που διαθέτουν επαρκή πληροφόρηση),διότι δεν έχουν αντιληφθεί πως η έλλειψη πληροφοριών θα τους οδηγήσει αναπόφευκτα σε μείωση του πλούτου τους. Λιγότερο ενημερωμένοι είναι συνήθως οι μικροεπενδυτές και περισσότερο ενημερωμένοι είναι οι θεσμικοί επενδυτές . Το λάθος που γίνεται στους μικροεπενδυτές είναι ότι νομίζουν ότι κάνουν trading με πληροφορίες και έτσι νιώθουν μεγάλη αυτοπεποίθηση και σιγουριά , και ότι κάνουν τις σωστές επενδυτικές επιλογές.

Την επενδυτική ψυχολογία προσπαθεί να εξηγήσει και μία άλλη έρευνα σύμφωνα με την οποία οι επενδυτές αντιδρούν υπερβολικά ή υποτονικά στις χρηματαγορές εξαιτίας δύο σημαντικών λόγων . Ο πρώτος σημαντικός λόγος είναι η υπερβολική εμπιστοσύνη που δείχνουν οι επενδυτές στην ακρίβεια της ιδιωτικής πληροφόρησης που μπορεί κάποιος να τους παρέχει , και ο δεύτερος λόγος είναι η υποκειμενική εκτίμηση, που είναι δυνατόν να οδηγήσει σε απόδοση την οποία θα πετύχει μόνος του ο επενδυτής , χωρίς τη βοήθεια από τρίτους. Αρκετοί επενδυτές πιστεύουν στη δική τους πληροφόρηση περισσότερο από ότι πρέπει, και αυτό έχει σαν αποτέλεσμα να μη μπορούν να είναι αντικειμενικοί στις επενδυτικές τους αποφάσεις. Η υποκειμενική εκτίμηση από την άλλη πλευρά , μπορεί να δημιουργήσει τάση η οποία να είναι βραχυπρόθεσμη και να είναι ικανή να επηρεάσει τον επενδυτή θετικά ως προς τη βραχυπρόθεσμη απόδοση ,αλλά είναι αρνητική σε παρελθούσες αξίες μετοχών. Παρουσιάζει δηλαδή μια ορμητική συμπεριφορά που μπορεί να αποφέρει βραχυπρόθεσμα κέρδη χωρίς όμως να υπάρχει ενδιαφέρον για τη πραγματική αξία των τιμών των μετοχών , αλλά παρασύρονται από συγκυριακά φαινόμενα . (φαινόμενα υπερβάλλουσας μεταβλητότητας).

Έχουν γίνει έρευνες με στόχο τη προσπάθεια εντοπισμού και κατανόησης της διαδικασίας λήψης αποφάσεων κάτω από συνθήκες αβεβαιότητας. Οι Tversky & Kahneman ,όπως και ο Bell έδειξαν ότι οι αντιδράσεις των επενδυτών σε περιβάλλον κερδών από τις χρηματαγορές , είναι κατά της ανάληψης κινδύνου. Σε αντίθετη όμως περίπτωση όταν υπάρχουν ζημιές είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν πολύ μεγάλο κίνδυνο με σκοπό να ανακτήσουν το χαμένο έδαφος. Γενικότερα αυτές οι έρευνες έδειξαν ότι κάτω από συνθήκες αβεβαιότητας η διαδικασία της λήψης των αποφάσεων είναι **Μη Ορθολογική**.. Στη προσπάθειά τους να φανούν ότι δεν έχουν κάνει λανθασμένες επενδυτικές επιλογές , και το γεγονός ότι χάνουν χρήματα είναι κάτι το πρόσκαιρο , αναλαμβάνουν μεγάλο επενδυτικό κίνδυνο με στόχο όσο το δυνατόν πιο γρήγορα να ανακτήσουν το χαμένο έδαφος. Η θεωρία έδωσε περαιτέρω δικαιολογίες για την αδιαφορία των ανθρώπων των χρηματαγορών , αν και οι περισσότεροι οικονομολόγοι αποδέχονται ανοιχτά ότι οι περισσότεροι συμμετέχοντες στις χρηματαγορές (brokers,διαχειριστές χαρτοφυλακίων) ήταν μακριά από ορθολογισμούς.

Αυτό έγινε αντιληπτό ότι δεν είχε καμία σημασία . Κυκλοφορούσε η αντίληψη ότι ένας έξυπνος επενδυτής με αρκετά χρήματα θα μπορούσε να επιβάλλει μια κατάσταση στην αγορά. Εάν οι τιμές των μετοχών της αγοράς , που είναι μίγμα ορθολογικών και παρορμητικών επενδυτών καθορίζονταν από τους ορθολογικούς επενδυτές , τότε η συμπεριφορά της χρηματαγοράς θα ήταν ακριβώς όπως των ορθολογικών επενδυτών. Αυτή η απλή συμπεριφορά δεν είναι πλέον υποστηρίξιμη. Τις περισσότερες φορές η συμπεριφορά και των δύο (Ορθολογικών και Παρορμητικών επενδυτών) ισχύει, και αυτό σημαίνει ότι δεν είναι δυνατόν να έχουμε περισσότερη εμπιστοσύνη στη συνήθη προσέγγιση, η οποία χαρακτηρίζει τη βέλτιστη συμπεριφορά, και εν συνεχεία υποθέτει ότι αυτή η συμπεριφορά είναι γενική. Είναι αναγκαίο να διερευνήσουμε πως συμπεριφέρονται πραγματικά οι επενδυτές και αυτή ακριβώς η διαδικασία ονομάζεται Behavioral Finance .

Η Θεωρία της Προοπτικής

Πρώτοι οι Tversky και Kahneman το 1979 περιέγραψαν την Θεωρία της Προοπτικής (Prospect theory).Βρήκαν ότι αντίθετα με την αναμενόμενη θεωρία της χρησιμότητας , οι άνθρωποι δίνουν διαφορετικό βάρος στις επενδυτικές τους αποφάσεις. Οι άνθρωποι δίνουν περισσότερο βάρος στις απώλειες παρά στα κέρδη. Οι επενδυτές είναι πολύ περισσότερο απελπισμένοι από επικείμενες απώλειες , απ' ότι είναι ικανοποιημένοι με επικείμενα κέρδη.

Σαν εμπειρικό κανόνα αναφέρουν χαρακτηριστικά ότι η απώλεια ενός δολαρίου είναι δύο φορές πιο επί πόνου από την ευχαρίστηση του κέρδους ενός δολαρίου. Επίσης αναφέρεται ότι οι άνθρωποι αντιδρούν διαφορετικά στο ίδιο φαινόμενο με βάση τον τρόπο παρουσίασης του, δηλαδή εάν θα παρουσιασθεί σε όρους κέρδους η σε όρους απωλειών. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αυτής της έρευνας είναι το ακόλουθο.

Πρώτη ερώτηση

Κάνουμε την υπόθεση ότι είμαστε κατά \$20000 πλουσιότεροι και θα επιλέξουμε από τις δύο περιπτώσεις

α) παίρνω \$5.000 και β) παίρνω το 50% της ευκαιρίας να κερδίσω \$10.000 (και επίσης 50% να μην κερδίσω τίποτα).

Δεύτερη ερώτηση

Υποθέτουμε ότι είμαι κατά \$ 30.000 πλουσιότερος και μπορώ να επιλέξω μεταξύ α) να χάσω \$ 5.000 η β) να χάσω το 50% των \$ 10.000 η 50 % να μην χάσω τίποτα .

Με όρους τελικής θέσης το πρόβλημα είναι ακριβώς το ίδιο. Στη κάθε ερώτηση η αναμενόμενη αξία της επιλογής είναι ακριβώς η ίδια. Η θέση είναι \$ 25.000 πλουσιότερος στην πρώτη επιλογή (\$ 20.000 + \$ 5.000) και στη δεύτερη επιλογή (\$ 30.000 -\$ 5.000). Ενώ ορθολογικά δεν υπάρχει διαφορά , εντούτοις αρκετοί άνθρωποι θεωρούν αυτές τις δύο ερωτήσεις σαν εντελώς διαφορετικές. Εκτός του ότι έγιναν πλουσιότεροι η διαφορά τους είναι ότι στην πρώτη ερώτηση η επιλογή είναι καθαρά σε όρους κέρδους , ενώ στη δεύτερη ερώτηση είναι σε όρους απωλειών. (<http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?>)

Έχει αποδειχθεί ότι η θέληση των επενδυτών να αποδεχθούν το κίνδυνο , μπορεί να επηρεαστεί από τον τρόπο με τον οποίο τα προβλήματα διαμορφώνονται. Για παράδειγμα , πολλά προβλήματα επενδύσεων ζητούν την επιλογή μεταξύ δύο σεναρίων που περικλείουν πιθανά κέρδη. Παρόλα αυτά , αν αυτά παρουσίαζαν επιλογή μεταξύ δύο σεναρίων που περιέκλειαν ζημίες , οι επενδυτές θα επέλεγαν συχνότερα την πιο επικίνδυνη επιλογή αν αυτή παρουσίαζε μια ευκαιρία μείωσης της ζημίας. Επιπλέον , πρόσφατες μελέτες έδειξαν ότι όταν οι επενδυτές έχουν απολέσει μέρος της αξίας των επενδύσεών τους , μπορεί να θεωρούν τις πιο επικίνδυνες εναλλακτικές επιλογές , ως πηγή ευκαιριών. Όταν πάλι η αξία των επενδύσεών τους έχει αυξηθεί, θεωρούν τις εναλλακτικές επιλογές που περιέχουν περισσότερο ρίσκο , ως απειλή.

Αρκετοί ερευνητές έχουν ασχοληθεί με το τι είναι Behavioral Finance. Ο πιο ενδεδειγμένος τρόπος για να απαντήσουμε τι είναι το Behavioral Finance είναι μέσω παραδειγμάτων. Μερικές φορές με σκοπό να βρούμε τη λύση σε ένα εμπειρικό puzzle είναι αναγκαίο να εισαγάγουμε

την πιθανότητα ότι μερικοί από τους επενδυτές στις χρηματαγορές συμπεριφέρονται λιγότερο λογικά.

4. Ορισμοί

Θα χρησιμοποιήσουμε τους όρους "Ορθολογικοί Επενδυτές" για τους information traders και "Παρορμητικοί" για τους Noise Traders

4.1 Noise Trading

Ο όρος του noise στις χρηματαγορές, χρησιμοποιείται με πολλούς τρόπους, αλλά ο καλύτερος ίσως όρος είναι το αντίθετο των νέων πληροφοριών.

Θα πρέπει να αναφέρουμε ενδεικτικά , ποιες είναι οι πληροφορίες , η μάλλον ποιες είναι οι πηγές των πληροφοριών των ορθολογικών επενδυτών.

Σαν πηγές χαρακτηρίζονται οι :

1. Οι δημοσιεύσεις των Ισολογισμών των εισηγμένων εταιρειών
2. Τα οικονομικά νέα που έρχονται από όλο τον κόσμο
3. Οι αποφάσεις που παίρνουν τα θεσμικά όργανα των Χρηματαγορών
4. Η πορεία των χρηματαγορών των ανεπτυγμένων κρατών
5. Η μελλοντική πορεία της εγχώριας αλλά και της διεθνούς οικονομίας
6. Οι ισοτιμίες των νομισμάτων
7. Η διεθνής πορεία των τιμών του πετρελαίου

Μια αλλαγή σε έναν από τους πιο πάνω σημαντικούς παράγοντες μπορεί να επιφέρει σημαντικές αναταράξεις στις χρηματαγορές .Είναι αναγκαία επομένως η ταυτόχρονη ενημέρωση των επενδυτών από όλες τις ανωτέρω πηγές πληροφοριών ώστε να είναι δυνατόν να προβλέπονται πιο εύκολα οι τιμές των μετοχών των χρηματαγορών.

Οι ορθολογικοί traders (Information traders) παίρνουν αποφάσεις στηριζόμενοι στις πληροφορίες (γεγονότα, προβλέψεις) ενώ οι noise traders (παρορμητικοί traders) παίρνουν αποφάσεις στηριζόμενοι σε οτιδήποτε άλλο. Οι επενδυτές μερικές φορές επενδύουν στηριζόμενοι στις πληροφορίες, και σωστά αναμένουν κέρδος από την επένδυσή τους..

Από την άλλη μεριά όμως επενδύουν και με θόρυβο, στηριζόμενοι σε αυτόν σαν να ήταν πληροφορίες. Εάν όμως επενδύοντας με θόρυβο αναμένουν κέρδη, κάνουν λάθος. Στο μοντέλο αυτό από τον τρόπο που παρατηρούμε τον κόσμο, θόρυβος είναι το τι κάνει τις παρατηρήσεις μας ατελείς. Ο θόρυβος μας συγκρατεί από το να γνωρίζουμε τα αναμενόμενα κέρδη σε ένα χρηματιστήριο, ή ένα χαρτοφυλάκιο. Ο θόρυβος μας συγκρατεί από το να γνωρίζουμε εάν κάτι από αυτό που κάνουμε κάνει καλύτερα τα πράγματα. Στο μοντέλο του επιχειρηματικού κύκλου και της ανεργίας, θόρυβος είναι οι πληροφορίες που δεν έχουν φθάσει ακόμη.

Γιατί οι άνθρωποι κάνουν πράξεις με θόρυβο; Ένας λόγος είναι ότι αυτοί θέλουν και το κάνουν. Ένας άλλος λόγος είναι ότι υπάρχει τόσος πολύς θόρυβος στην χρηματαγορά που δεν καταλαβαίνουν ότι εμπορεύονται με θόρυβο. Όταν μια πληροφορία έχει ήδη ενσωματωθεί στις τιμές, γίνονται πράξεις με θόρυβο γιατί οι συμβαλλόμενοι νομίζουν ότι έχουν πληροφορίες, ενώ στη πραγματικότητα δεν έχουν. Κανένας από αυτούς τους λόγους δεν ταιριάζει σε έναν κόσμο όπου οι επενδυτές κάνουν πράξεις μόνον για να μεγιστοποιήσουν την αναμενόμενη ωφέλεια τους, και όπου χρησιμοποιούν όσο το δυνατό περισσότερο στις επενδύσεις τους τις πληροφορίες. Όταν ένα σύνολο (παρορμητικών επενδυτών) noise traders αυξάνεται θα γίνει περισσότερο επικερδές για τους information traders, αλλά όχι γιατί οι τιμές έχουν περισσότερο θόρυβο.

Η αύξηση στο σύνολο του information trading δεν σημαίνει ότι οι τιμές είναι περισσότερο αποδοτικές. Αυτό το αποτέλεσμα είναι συγκεκριμένο σε ένα μοντέλο όπου οι παρορμητικοί επενδυτές εμπορεύονται με θόρυβο σαν να ήταν πληροφορίες. Στο μοντέλο του Kyle το 1984, 1985, έχοντας περισσότερους παρορμητικούς επενδυτές, μπορείς να δημιουργήσεις αγορές περισσότερο αποδοτικές.

Οι ορθολογικοί επενδυτές δεν θα πάρουν αρκετά μεγαλύτερες θέσεις για να μειώσουν τον θόρυβο. Ο λόγος είναι ότι οι πληροφορίες τους δίνουν

συγκριτικό πλεονέκτημα , αλλά δεν τους εγγυώνται κέρδος. Παίρνοντας μεγαλύτερη θέση σημαίνει ότι παίρνουν μεγαλύτερο ρίσκο. Έτσι υπάρχει ένα όριο το πόσο μεγάλη θέση θα πάρει ένας επενδυτής. Για έναν άλλο λόγο, οι ορθολογικοί επενδυτές δεν θα είναι ποτέ σίγουροι ότι επενδύουν με πληροφορίες ,παρά με θόρυβο. Οι πληροφορίες που έχουν ,ήδη έχουν ενσωματωθεί στις τιμές ; Η υπερβολική αντίδραση σε τρέχουσες πληροφορίες χαρακτηρίζει τις αγορές χρεογράφων και μελλοντικών συμβολαίων. Εάν αυτό είναι σωστό , θα μπορούσε να οφείλεται στην επένδυση με πληροφορίες που ήδη είναι προεξοφλημένες.

Τα πραγματικά κέρδη σε ένα χαρτοφυλάκιο είναι μία πολύ παρορμητική εκτίμηση των αναμενόμενων κερδών , ακόμη και εάν μετά την διόρθωση των τιμών της αγοράς και άλλων συντελεστών , θα είναι δύσκολο να δείξεις ότι οι ορθολογικοί επενδυτές έχουν συγκριτικό πλεονέκτημα. Για τον ίδιο λόγο θα είναι δύσκολο να δείξεις ότι οι παρορμητικοί επενδυτές χάνουν επενδύοντας .

Υπάρχουν ένα σωρό αμφιβολίες για το ποιος είναι ορθολογικός επενδυτής και για το ποιος είναι παρορμητικός επενδυτής. Ο θόρυβος που οι παρορμητικοί επενδυτές σωρευτικά βάζουν στις χρηματαγορές ,είναι ακριβώς η ίδια αίσθηση που έχει ένας πότης που εκτρέπεται όλο και περισσότερο από το αρχικό σημείο. Αν και το τελικό αποτέλεσμα, θα είναι η έρευνα και οι ενέργειες που θα γίνουν από τους ορθολογικούς επενδυτές.

Μελλοντικά όσο περισσότερο απομακρύνονται οι τιμές από τις αξίες τόσο περισσότερο επιθετικά θα επενδύουν οι ορθολογικοί επενδυτές. Περισσότεροι από αυτούς θα εισέλθουν στη χρηματαγορές παίρνοντας μεγαλύτερες θέσεις .

Όσο περισσότερο απομακρύνονται οι τιμές από τη πραγματική τους αξία τόσο περισσότερο επιθετικά θα επενδύουν οι ορθολογικοί επενδυτές. Αυτοί θα προκαλέσουν συγχωνεύσεις θα υπομοχλεύσουν εξαγορές και άλλες αναδιαρθρώσεις της αγοράς. Συνέπεια αυτής της διαδικασίας θα είναι η τιμή της μετοχής να τείνει να επιστρέψει στη διαχρονική της αξία. Η κίνηση αυτή θα είναι συχνά τόσο σταδιακή, ώστε να είναι απρόβλεπτη. Εάν η κίνηση είναι τόσο γρήγορη, οι τεχνικοί αναλυτές θα την αντιληφθούν και θα την επιταχύνουν. Εάν η κίνηση είναι τόσο αργή, οι τεχνικοί αναλυτές δεν θα

καταφέρουν να τη διαπιστώσουν ή θα είναι αβέβαιοι για αυτό το οποίο συμβαίνει και δεν θα πάρουν μεγαλύτερες θέσεις.

Όσο περισσότερο η τιμή μιας μετοχής απομακρύνεται από την αξία της τόσο γρηγορότερα τείνει να επιστρέψει. Αυτό περιορίζει το βαθμό απομάκρυνσης της τιμής από τη πραγματική αξία της. Όλες οι εκτιμήσεις της πραγματικής αξίας είναι παρορμητικές και έτσι δεν μπορούμε να ξέρουμε πόσο μακριά είναι η αξία από τη τιμή. Εν τούτοις μπορούμε να ορίσουμε σαν αποδοτική αγορά μια αγορά στην οποία οι τιμές θα είναι προς τα πάνω η προς τα κάτω από τη πραγματική αξία με ένα συντελεστή 2. Βεβαίως ο συντελεστής 2 είναι αυθαίρετος υπό το πρίσμα της αβεβαιότητας για τη τιμή της μετοχής. Αν και διαισθητικά φαίνεται ότι ο συντελεστής 2 είναι ικανοποιητικός, υπό τη παρουσία των πηγών θορύβου και της ορμής των δυνάμεων της αγοράς που προκαλούν τις μετακινήσεις της τιμής προς τη πραγματική της αξία. Με αυτό τον ορισμό νομίζω ότι όλες οι τιμές της αγοράς είναι αποδοτικές σχεδόν συνέχεια. Το σχεδόν συνέχεια είναι σε ποσοστό 90% περίπου.

Η θεωρία των αποτελεσματικών αγορών υποστηρίζει ότι η τιμή μιας μετοχής θα λαμβάνει υπόψη, και άρα θα μεταβάλλεται παράλληλα με κάθε είδηση που επηρεάζει τη θεμελιώδη αξία της. Ποιες είναι όμως οι ειδήσεις που επηρεάζουν την θεμελιώδη αξία μιας μετοχής;

Θα χρησιμοποιήσουμε σαν παράδειγμα την μετοχή της Τραπέζης Εργασίας η οποία τιμάται σήμερα στο Χρηματιστήριο προς 45 Ευρώ. Σε αυτή την τιμή ενσωματώνονται και προεξοφλούνται πλήθος δεδομένων και παραγόντων, που συχνά συσχετίζονται μεταξύ τους όπως :

1. **Ο ρυθμός αύξησης των αναμενόμενων κερδών ανά μετοχή κατά την τρέχουσα χρήση και οι εκτιμήσεις της αγοράς για την πορεία των κερδών της τραπέζης στο άμεσο μέλλον.**
2. **Ο ρυθμός αύξησης των κερδών της τελευταίας πενταετίας**
3. **Η συνολική εικόνα του Τραπεζικού κλάδου για την τρέχουσα χρήση, και ιδίως η πορεία των 2-3 σημαντικότερων Τραπεζικών εταιρειών**
4. **Τα τρέχοντα επιτόκια της χρηματαγοράς, τα οποία εάν είναι ελκυστικά και ανταγωνιστικά πιέζουν προς τα κάτω την τιμή της μετοχής**

5. **Το επίπεδο της ρευστότητας της αγοράς και ο ρυθμός αύξησης της προσφοράς χρήματος (M3)**
6. **Το πολιτικό κλίμα της εποχής , η κυβερνητική σταθερότητα και το κυβερνητικό πρόγραμμα.**

Εκτός από τους παραπάνω πρωτεύοντες παράγοντες υπάρχουν και πλήθος δευτερευόντων παραγόντων οι οποίοι ασκούν επίδραση είτε απευθείας είτε εμμέσως στην τιμή της μετοχής επηρεάζοντας τους πρωτεύοντες παράγοντες που αναφέραμε. Στο παράδειγμα της μετοχής της Τραπέζης Εργασίας , τέτοιοι δευτερεύοντες παράγοντες είναι το επίπεδο του Management και της οργάνωσης της εταιρείας , ο βαθμός ανταγωνισμού μέσα στο Τραπεζικό κλάδο , δηλαδή με τι περιθώριο κέρδους δουλεύουν αυτή τη περίοδο οι Τράπεζες , οι προβλέψεις , οι επισφάλειες και οι αποσβέσεις στον ισολογισμό της εταιρείας , τα νέα προϊόντα , οι εργασιακές σχέσεις της εταιρείας , η μερισματική της πολιτική , η κατοχή της μετοχής και η υποστήριξη της από τους θεσμικούς επενδυτές κ.α.

Όλοι οι παραπάνω παράγοντες, αναλύονται και ζυγίζονται από την αγορά , η οποία τελικά προσδιορίζει την τιμή της μετοχής. Υπάρχουν όμως ερευνητές οι οποίοι υποστηρίζουν ότι η αγορά δεν προεξοφλεί τα πάντα δηλαδή ότι η αγορά σφάλει. Ο Γενικός Δείκτης των Χρηματαγορών απεικονίζει όχι μόνον τα μακροοικονομικά και μικροοικονομικά δεδομένα της Οικονομίας, αλλά και την ψυχολογία και τις προσδοκίες κάθε εποχής. Σε περίπτωση που προσπαθήσουμε να εκτιμήσουμε εάν οι τιμές στις χρηματαγορές είναι σωστές ή λογικές με χρηματοοικονομικά κριτήρια , τότε θα βρούμε την αγορά "ατελή " . Σε περίπτωση που οι τιμές περιέχουν επιπλέον ψυχολογικούς και πολιτικούς παράγοντες και προσδοκίες , τότε εξ ορισμού η αγορά είναι "τέλεια " και οι τιμές δεν σφάλουν.

Η απόκλιση της τιμής ενός χρηματιστηριακού τίτλου από τη θεμελιώδη αξία του ονομάζεται φούσκα. Το ιδιαίτερο χαρακτηριστικό αυτής της απόκλισης είναι ότι υπάρχει συνεχιζόμενη , συστηματική , αυξανόμενη και μακροχρόνια απόκλιση των τιμών από τις θεμελιώδεις αξίες. (Santoni G J). Οι αποκλίσεις αυτές μπορούν να προκληθούν από εξωγενείς παράγοντες που δεν έχουν σχέση με την αγορά και τη πραγματική οικονομία ή από τη λάθος εκτίμηση των θεμελιωδών μεγεθών των επιχειρήσεων. Στη πρόσφατη βιβλιογραφία υποστηρίζεται ότι οι αποκλίσεις αυτές μπορεί να δημιουργηθούν λόγω

ατελειών πληροφόρησης της αγοράς. Ανεξάρτητα με το πώς δημιουργούνται, το αποτέλεσμα είναι η συστηματική αυξανόμενη απόκλιση των τιμών από την θεμελιώδη αξία τους.

Στην αγορά έχουμε έλλειμμα προσδιορισμού των τιμών , δηλαδή απόκλιση από την θεμελιώδη τιμή (η ελλιπής ερμηνεία αποδόσεων από τα κλασικά μοντέλα), όταν οι Ορθολογικοί επενδυτές βασίζονται και στα θεμελιώδη μεγέθη της οικονομίας και στη προσδοκία για τις μελλοντικές τιμές για να λάβουν επενδυτικές αποφάσεις. Σε αυτή τη περίπτωση η παρούσα αξία της μετοχής εξαρτάται από την αναμενόμενη μελλοντική αξία της ενώ η αναμενόμενη μελλοντική της αξία είναι συνάρτηση της παρούσας. Κατ' αυτό τον τρόπο οι τιμές καθορίζονται μόνο σε ένα ποσοστό από τα θεμελιώδη μεγέθη, και κατά κύριο λόγο από τις σωστές η λανθασμένες προσδοκίες για το επίπεδο των μελλοντικών τιμών. Εάν λοιπόν οι Παρορμητικοί Επενδυτές προβλέπουν αύξηση των τιμών των μετοχών θα αυξηθεί η ζήτηση με αποτέλεσμα την αύξηση των τιμών στη τρέχουσα περίοδο και εάν δεν μεταβληθούν οι προσδοκίες θα παραμείνουν αυξημένες επιβεβαιώνοντας τις προσδοκίες. Είναι προφανές βέβαια ότι αυτός ο μηχανισμός δεν λαμβάνει καθόλου υπόψη του τα θεμελιώδη μεγέθη της οικονομίας . Κάτω από τέτοιες συνθήκες δεν είναι δυνατόν να βρούμε τιμή ισορροπίας παρά μόνο μια σειρά τιμών ισορροπίας όπου η προσφορά ισούται με τη ζήτηση. Από αυτή τη σειρά μόνο ένα σετ τιμών θα είναι Ορθολογικό, ενώ τα υπόλοιπα θα είναι Φούσκες. Αξίζει να αναφέρουμε δύο ερευνητές τους Gilles & LeRoy οι οποίοι απέδειξαν μαθηματικά ότι οποιοδήποτε συνεχές δυναμικό σύστημα τιμών μπορεί να διαιρεθεί σε δύο μέρη : α) στο θεμελιώδες και β) στη φούσκα. Κάθε υποσύνολο τιμών χαρακτηρίζεται από ορισμένες ιδιότητες. Το θεμελιώδες υποσύνολο έχει τη δυνατότητα να διαμορφώνεται σύμφωνα με ένα σταθερό άθροισμα απείρων όρων (μερίσματα) ,και το μέγεθός του ισούται με το άθροισμα αυτών. Αντίθετα η φούσκα είναι ένα σύνολο μελλοντικών τιμών της οποίας το μέγεθος είναι μεγαλύτερο από το άθροισμα αυτών.

Σε αυτό το σημείο θα αναφέρουμε τις Ορθολογικές κερδοσκοπικές μεταβολές (φούσκες) . Βασικό στοιχείο των μεταβολών αυτών είναι ότι οι τιμές των μετοχών είναι υπερτιμημένες , οι επενδυτές όμως δεν είναι διατεθειμένοι να εγκαταλείψουν την αγορά ρευστοποιώντας τους τίτλους τους. Η εξήγηση για αυτή τη συμπεριφορά είναι το ψεύτικο αίσθημα ασφάλειας που διακατέχει

τους επενδυτές στο ότι δεν θα υπάρξει διόρθωση των τιμών (περίπτωση συλλογικού παραλογισμού) . Η τιμή μιας μετοχής όπως αναφέραμε παραπάνω περιλαμβάνει το θεμελιώδες και το κερδοσκοπικό μέρος. Ο αναμενόμενος ρυθμός αύξησης του κερδοσκοπικού μέρους είναι το κίνητρο που έχει ο επενδυτής για να μη κλείσει τη θέση του στην αγορά. Ορθολογική φούσκα στη τιμή μιας μετοχής υπάρχει όταν τόσο το θεμελιώδες όσο και το Ορθολογικά κερδοσκοπικό μέρος προσφέρουν την αναμενόμενη απόδοση στον επενδυτή .Οι Fama et al υποστηρίζουν ότι αναμενόμενη απόδοση είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο που συνδέει μία παρούσα αξία με τις μελλοντικές χρηματικές της ροές. Σε αυτή τη περίπτωση ο επενδυτής δε μπορεί να αποκομίσει υπερκέρδη προπωλώντας τη μετοχή και αγοράζοντάς την σε μεταγενέστερο χρόνο. (Gilles & LeRoy) .Βασικό στοιχείο της Ορθολογικής φούσκας είναι ο αποκλεισμός του ενδεχόμενου ύπαρξης αρνητικής ορθολογικής φούσκας .(Η τιμή της μετοχής θα μηδενιζόταν σε πεπερασμένο χρόνο αφού το θεμελιώδες μέρος δεν μεγαλώνει τόσο γρήγορα όσο το κερδοσκοπικό).

Εμπειρικές μελέτες έχουν δείξει πως οι τιμές των μετοχών μάλλον υπέρ-αντιδρούν στα νέα της αγοράς. Αυτή η υπερβολική αντίδραση μπορεί να οφείλεται σε παράγοντες που έχουν να κάνουν με προσδοκίες , και άρα είναι μη παρατηρήσιμοι οικονομικά. Ένα κομμάτι ερευνητών υποστηρίζει ότι η ύπαρξη κερδοσκόπων μειώνει τη μεταβλητότητα της αγοράς καθώς η στρατηγική της (αγορά σε χαμηλές τιμές ,πώληση σε υψηλές) οδηγεί τη τιμή της μετοχής σε μια περιοχή ισορροπίας μειώνοντας έτσι την μεταβλητότητά της.

Γιατί η αξία μιας μετοχής δεν μπορεί να παρατηρηθεί; Είναι πιθανό γεγονότα τα οποία δεν έχουν σχετικές πληροφορίες να επηρεάσουν τη τιμή. Για παράδειγμα η εισαγωγή μιας μετοχής στο δείκτη S&P 500 θα προκαλέσει ενδιαφέρον στους επενδυτές να την αγοράσουν. Η αγορά της μετοχής θα προκαλέσει άνοδο της τιμής της για κάποιο χρονικό διάστημα. Οι ορθολογικοί επενδυτές, θα οδηγήσουν την τιμή της πίσω στη πραγματική της αξία αλλά σταδιακά.

Όταν μια εταιρεία με δυο κατηγορίες μετοχών εκδίδει περισσότερες από μία κατηγορία η τιμή της μετοχής της κατηγορίας που εκδόθηκε θα μειωθεί ,σε σχέση με τη κατηγορία της τιμής της μετοχής που δεν εκδόθηκε. Η αξία και η

τιμή της μετοχής χονδρικά θα φαίνονται σαν διαδικασία γεωμετρικών τυχαίων διαδρομών με μη μηδενικούς μέσους. Ο μέσος της μεταβολής της τιμής και της αξίας της μετοχής θα μεταβάλλεται κατά τη διάρκεια του χρόνου. Ο μέσος της διαδικασίας θα αλλάξει γιατί οι προτιμήσεις η τεχνολογία και η αποδοτικότητα θα αλλάξουν. Μπορεί να μειώνεται όταν οι τιμές αυξάνουν και ενίοτε αυξάνει όταν η αξία μειώνεται. Ο μέσος της μεταβολής της τιμής θα αλλάξει γιατί η σχέση μεταξύ τιμής και αξίας αλλάζει. Οι τιμές τελικά θα τείνουν προς τη πραγματική τους αξία.

Η βραχυχρόνια τιμή της μετοχής θα είναι μεγαλύτερη από την βραχυχρόνια αξία της μετοχής .Αφότου ο θόρυβος είναι ανεξάρτητος της πληροφορίας η μεταβολή του ποσοστού της τιμής που κινείται εξαιτίας του θορύβου , είναι ίση με τη μεταβολή του ποσοστού της τιμής που κινείται εξαιτίας των πληροφοριών. Η μεταβολή του ποσοστού της τιμής που κινείται από μέρα σε μέρα θα είναι απότομα διπλάσια του ποσοστού της αξίας της. Αυτό ισχύει μόνον για βραχυχρόνια διαστήματα και όχι για μακροχρόνια. Οι διακυμάνσεις θα συγκλίνουν μακροχρόνια. Η μεταβολή της αξίας μιας μετοχής επηρεάζεται από συντελεστές όπως ο ρυθμός άφιξης της πληροφορίας για την εταιρεία καθώς και από την αποδοτικότητα της εταιρείας. Όλοι οι συντελεστές που επιδρούν στη μεταβολή της αξίας της εταιρείας θα αλλάξουν. Επίσης και η μεταβλητότητα της τιμής θα αλλάξει για όλους αυτούς τους λόγους.

Οτιδήποτε αλλάζει το σύνολο που χαρακτηρίζει το noise trading θα αλλάξει την μεταβλητότητα της τιμής. Οι επενδυτές που επενδύουν με θόρυβο μπορεί να προτιμούν χαμηλές τιμές μετοχών σε σχέση με τις υψηλές. Εάν επενδύουν με αυτό τον τρόπο κατόπιν γίνεται split στις τιμές των μετοχών και αυξάνονται συγχρόνως και η ρευστότητα και η διακύμανση. Οι τιμές δεν κινούνται τόσο πολύ όταν οι χρηματαγορές είναι κλειστές όσο όταν κινούνται όταν οι χρηματαγορές είναι ανοιχτές. Η σχετική αγορά στη συγκεκριμένη περίπτωση είναι η αγορά που επενδύουν οι παρορμητικοί επενδυτές.

Η τιμή της μετοχής στη χρηματαγορά θα είναι ένας παρορμητικός υπολογισμός της αξίας της. Τα κέρδη της εταιρείας πολλαπλασιαζόμενα με έναν κατάλληλο συντελεστή κερδών θα δώσουν μια άλλη εκτίμηση της τιμής της μετοχής της εταιρείας. Αυτή η εκτίμηση θα περιέχει θόρυβο . Καθώς οι παρορμητικοί επενδυτές δεν κοιτάζουν συνήθως τις αποδόσεις για να

αποφασίσουν πως θα επενδύσουν, ο υπολογισμός των κερδών θα δώσει πληροφορίες που δεν περιλαμβάνονται ήδη στον υπολογισμό της τιμής. Γιατί ο υπολογισμός της αξίας βασίζεται στα κέρδη που θα έχουν τόσο πολύ θόρυβο , και δεν θα είναι εύκολο να χρησιμοποιηθεί η αναλογία των κερδών της τιμής στη διαχείριση του χαρτοφυλακίου. Ακόμη και εάν οι χρηματαγορές με ποσοστό χαμηλών κερδών, έχουν υψηλότερα αναμενόμενα κέρδη από ότι άλλες χρηματαγορές θα υπάρχουν περίοδοι πιθανόν διαρκείς όπου χρηματαγορές με χαμηλή αναλογία κερδών θα έχουν χαμηλότερα κέρδη από ότι άλλες παρεμφερείς αγορές.

Ίσως το πιο σημαντικό στις ανωτέρω αναφορές θα είναι ότι η όλη διαδικασία θα φαίνεται σαν μια διαδικασία που οδηγεί σε αποδεκτά και σχετικά συμπεράσματα **μόνον πολύ σπάνια**. Αυτό οφείλεται στο θόρυβο που υπεισέρχεται σε κάθε βήμα.

Με άλλα λόγια το noise δημιουργεί ευκαιρίες για κέρδος αλλά συγχρόνως την ίδια στιγμή γίνεται δύσκολο να επενδύσεις με κέρδος εξαιτίας του θορύβου.

Η έννοια του noise, εισάγει ένα νέο είδος ρίσκου .Η αλλαγή στα συναισθήματα των noise traders επιφέρει αλλαγή στις τιμές των χρεογράφων χωρίς να υπάρχουν αντικειμενικοί λόγοι .Το μοντέλο αυτό έχει ειδική εφαρμογή στα close-end funds. Το πρόβλημα με τα αμοιβαία είναι ότι το Efficient Market Hypothesis δεν μπορεί να εξηγήσει γιατί οι τιμές τους διαφέρουν σημαντικά από την αξία του χαρτοφυλακίου τους. Οι αποκλίσεις οφείλονται στην ύπαρξη των noise traders οι οποίοι αναλαμβάνουν μεγαλύτερο κίνδυνο για να έχουν υψηλότερη αναμενόμενη απόδοση σε σχέση με τις τιμές του χαρτοφυλακίου τους. Οι τιμές των μετοχών θα είναι υποτιμημένες (πωλούνται φτηνά για να καλύπτουν τον κίνδυνο)

Οι αρνητικές αποκλίσεις των close-end funds οφείλονται σύμφωνα με τη θεωρία αυτή στην ύπαρξη των μη ορθολογικών επενδυτών . Για να γίνουμε πιο συγκεκριμένοι οι ορθολογικοί επενδυτές δεν μπορούν να προβλέψουν τις κινήσεις των παρορμητικών με συνέπεια να μην είναι βέβαιοι για τις μετοχές τους ,δηλαδή σε ποια τιμή θα πουλήσουν αν χρειαστεί .Κατ' αυτό τον τρόπο

όμως αυξάνεται ο κίνδυνος που αναλαμβάνουν. Έτσι όμως οι μετοχές επειδή υπόκεινται στο κίνδυνο που προκαλούν οι παρορμητικοί επενδυτές έχουν και μεγαλύτερη αναμενόμενη απόδοση. Σε σχέση με τα στοιχεία του χαρτοφυλακίου τους θα είναι υποτιμημένες. (πωλούνται φθηνά για να καλύπτουν το κίνδυνο) .

Ερχόμαστε τώρα να δούμε τι γίνεται όταν οι παρορμητικοί επενδυτές κατέχουν μετοχές που εμφανίζονται και στο χαρτοφυλάκιο του αμοιβαίου κεφαλαίου. Βασιζόμενοι σε αυτή την υπόθεση οποιαδήποτε προσδοκία και οποιαδήποτε μετακίνηση των επενδυτών από αυτή τη συγκεκριμένη θέση επηρεάζει τόσο την καθαρή εσωτερική αξία της μετοχής καθώς και τη τιμή του αμοιβαίου κεφαλαίου με αποτέλεσμα καμία μεταβολή στις αποκλίσεις.

Συνήθως οι επενδυτές που έχουν αμοιβαία κεφάλαια δεν έχουν και μετοχές του χαρτοφυλακίου του αμοιβαίου, και επομένως οποιεσδήποτε αποκλίσεις οφείλονται σε διαφορετικές εκτιμήσεις μεταξύ των διαχειριστών του αμοιβαίου και των επενδυτών των μετοχών του χαρτοφυλακίου.

Όπως αναφέραμε παραπάνω μια επένδυση σε αμοιβαία εμπεριέχει κίνδυνο εξαιτίας της παρουσίας παρορμητικών επενδυτών. Μια εταιρεία πώλησης αμοιβαίων πρέπει να πείσει τους επενδυτές να αγοράσουν, πωλώντας φθηνά. Κατά συνέπεια γνωρίζουμε ότι έχουμε αρνητική απόκλιση .(Το πριμ το οποίο δίδεται από την εταιρεία του αμοιβαίου αποτελεί ένδειξη ότι οι επενδυτές διακατέχονται από υπερβολική αισιοδοξία, ενώ οι διαχειριστές του αμοιβαίου αναμένουν σημαντική διόρθωση των τιμών. Οι υπερβολικά παρορμητικοί επενδυτές μπορούν να οδηγήσουν την τιμή ενός τίτλου μακριά από τη θεμελιώδη αξία του ακόμη και εάν υπάρχουν arbitrageurs που απορροφούν την μη ορθολογική αυτή συμπεριφορά.) Παρατηρούμε ότι αρχικά οι επενδυτές που αγοράζουν αμοιβαίο κεφάλαιο αγοράζουν με θετική απόκλιση. Αυτό οφείλεται στην ύπαρξη παρορμητικών επενδυτών που εμφανίζονται αισιόδοξοι και των οποίων οι εκτιμήσεις δεν είναι δυνατόν να εξηγηθούν από τους ορθολογικούς επενδυτές. Συγχρόνως όμως έχουμε και την απάλειψη των αρνητικών αποκλίσεων όταν το κεφάλαιο μετατρέπεται από κλειστού τύπου σε ανοιχτού τύπου. Σύμφωνα με αυτή τη θεωρία , όταν ανακοινώνεται το άνοιγμα απαλείφεται ο κίνδυνος των παρορμητικών επενδυτών . Αυτό έχει σαν συνέπεια να απαλειφθούν και οι αρνητικές αποκλίσεις. (Shleifer and Thaler).

Σε τι οφείλονται όμως αυτές οι αποκλίσεις και οι διακυμάνσεις των τιμών ;

Οι αρνητικές αποκλίσεις οφείλονται στη μη προβλεψιμότητα της ψυχολογίας των παρορμητικών επενδυτών. Η μη προβλεψιμότητα της ψυχολογίας αυτής αυξάνει το κίνδυνο της τιμής της μετοχής, σε σχέση βέβαια με το κίνδυνο του χαρτοφυλακίου της. Επομένως η μετοχή πωλείται φθηνά ως αντάλλαγμα για τον υψηλότερο κίνδυνο που αναλαμβάνει ο επενδυτής.

Μία πρόσφατη έρευνα έδειξε ότι η πλειοψηφία των σημερινών επενδυτών αμοιβαίων κεφαλαίων όταν αντιμετωπίζουν κίνδυνο πτώσης των τιμών της χρηματαγοράς , δεν θα ρευστοποιήσουν τις μετοχές τους. Με άλλα λόγια ανέχονται το κίνδυνο (μένοντας σε μια ασταθή αγορά) από ότι να αποδεχθούν μια σίγουρη ζημία. Αυτή η θεωρία μπορεί να βοηθήσει στην εξήγηση μεγάλων ρευστοποιήσεων . Έχει παρατηρηθεί ότι μετά από μια περίοδο κερδών , η χρηματιστηριακή αγορά περνά μια περίοδο αδυναμίας , καθώς οι επενδυτές πουλούν μετοχές προκειμένου να κλειδώσουν τα κέρδη τους. Αυτό συμβαίνει συχνά , ακόμη και εάν υπάρχουν ενδείξεις για περαιτέρω άνοδο του δείκτη τιμών.

4.2 ΜΟΝΤΕΛΟ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

Θα πρέπει να αναφέρουμε για μία ακόμη φορά σε μία Αποτελεσματική αγορά , πάνω σε μια βάση παίρνουν τις αποφάσεις οι Ορθολογικοί Επενδυτές και σε μια βάση οι Παρορμητικοί. Οι Ορθολογικοί Επενδυτές παίρνουν αποφάσεις στηριζόμενοι στην πληροφόρηση και τη λογική, ενώ οι Παρορμητικοί Επενδυτές παίρνουν αποφάσεις στηριζόμενοι σε οτιδήποτε άλλο.

Τι σημαίνει ο όρος Αποτελεσματική Αγορά;* Η αγορά θεωρείται ότι είναι αποτελεσματική όταν οι χρηματιστηριακές τιμές των αξιογράφων είναι ίσες κατά προσέγγιση με τη πραγματική ή αληθινή αξία τους. Πραγματική ή αληθινή αξία εννοούμε τη παρούσα αξία των εσόδων τα οποία αναμένονται από τα αξιόγραφα.

Οι προϋποθέσεις που οδηγούν στην αποτελεσματικότητα της αγοράς είναι οι εξής:

- 1. Πρέπει να υπάρχουν πολλοί επενδυτές πληροφορημένοι για τις προοπτικές των εταιρειών, που σκοπός τους είναι να μεγιστοποιούν την αξία του χαρτοφυλακίου τους.**
- 2. Πρέπει να υπάρχουν ειδήμονες με ειδικές γνώσεις και πλήρη πληροφόρηση ως προς τις προοπτικές των εταιρειών**
- 3. Οι αποφάσεις των επενδυτών για πώληση ή αγορά να βασίζονται στους ειδήμονες**

Με τον όρο Αγορά στα πλαίσια της υπόθεσης της Αποτελεσματικής Αγοράς εννοούμε όλους εκείνους τους επαγγελματίες με εξειδικευμένες γνώσεις που είναι ικανοί να επεξεργαστούν όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες που απορρέουν από την εταιρεία, από το κλάδο στον οποίο ανήκει η εταιρεία, από την εθνική οικονομία και από τη διεθνή ,καθώς επίσης και όλους τους επενδυτές που χρησιμοποιούν για τις επενδυτικές τους αποφάσεις τις προτάσεις των ειδικών αναλυτών ή οι ίδιοι είναι ικανοί να επεξεργαστούν τις πληροφορίες που απορρέουν από διάφορες σημαντικές πηγές.

Την έννοια της αποτελεσματικότητας της χρηματαγοράς εισήγαγε το 1970 ο E.Fama στο πρωτοποριακό του άρθρο "Efficient Capital Markets: A review of theory and Empirical work" στο Journal of Finance. Ο Fama αναφέρει ότι η υπόθεση της αποτελεσματικότητας μπορεί να ορισθεί και να ελεγχθεί σε τρεις μορφές.

- 1. Ασθενής Αποτελεσματικότητα**
- 2. Ημισχυρή αποτελεσματικότητα**
- 3. Ισχυρή αποτελεσματικότητα**

Η διαφορά των τριών μορφών αγοράς έγκειται στο επίπεδο της πληροφόρησης πού ενσωματώνουν. Εν συντομία θα αναφέρουμε το τι υιοθετεί η κάθε μορφή.

Η ασθενής αποτελεσματικότητα λαμβάνει υπόψη της ότι οι τρέχουσες τιμές των μετοχών αντανακλούν πλήρως **όλες τις πληροφορίες της χρηματαγοράς** συμπεριλαμβάνοντας την ιστορική σειρά των τιμών, τις μεταβολές των τιμών, και τον όγκο των συναλλαγών .Οι μεταβολές των τιμών είναι ανεξάρτητες και οποιαδήποτε αγοραπωλησία η οποία εξαρτάται από παρελθούσες μεταβολές των τιμών

,ή χρησιμοποίηση δεδομένων παλαιότερων περιόδων για να προβλεφθούν οι μελλοντικές τιμές δεν έχουν καμία αξία .

Όπως ήδη αναφέρθηκε ,σε μια ελεύθερη και ανταγωνιστική χρηματαγορά, η τρέχουσα τιμή μιας μετοχής αντιπροσωπεύει την καλύτερη εκτίμηση για την αξία της μετοχής. Άρα πρέπει να συμπεριλαμβάνει οτιδήποτε είναι γνωστό για τις προοπτικές της εταιρείας σε κάθε δεδομένη χρονική στιγμή. Αν αργότερα υπάρχουν νέες πληροφορίες και γίνουν διαθέσιμες στο επενδυτικό κοινό οι επιπτώσεις των νέων πληροφοριών θα εξετασθούν και εάν θεωρηθούν σημαντικές θα καθορίσουν νέα τιμή για τη μετοχή.

Επειδή όμως μια πληροφορία θεωρείται νέα μόνο εάν δεν έχει σχέση με το παρελθόν το αποτέλεσμα στη τιμή της μετοχής θα είναι ανεξάρτητο από οτιδήποτε συνέβη προηγουμένως . Με άλλα λόγια κάθε μεταβολή στη τιμή της μετοχής θα είναι ανεξάρτητη από προηγούμενες μεταβολές.

Σαν συμπέρασμα μπορούμε να πούμε ότι ο ανταγωνισμός μεταξύ των καλά πληροφορημένων ειδημόνων και των επενδυτών θα έχει σαν αποτέλεσμα τη διαμόρφωση τιμών σε επίπεδα που δεν επιτρέπουν τη πραγματοποίηση υπερκερδών αλλά φυσικά επιτρέπουν τη πραγματοποίηση αποδόσεων το μέγεθος των οποίων εξαρτάται από τον κίνδυνο της μετοχής. Όταν η αγορά λειτουργεί όπως τη περιγράψαμε λέμε ότι η αγορά είναι αποτελεσματική ή ότι οι μετοχές ακολουθούν την υπόθεση του τυχαίου περιπάτου. (Random walk Theory)

Η θεωρία του Τυχαίου Περιπάτου* μας λέει ότι οι κινήσεις των τιμών στα χρηματιστήρια είναι τυχαίες και απρόβλεπτες. Δεν υπάρχει καμία τάση και οι συναλλασσόμενοι στο χρηματιστήριο πραγματοποιούν κέρδη τυχαία. Το να επενδύει κανείς στο χρηματιστήριο είναι σαν να παίζει ζάρια.

Κέρδη αποκομίζουν μόνον οι μακροπρόθεσμοι επενδυτές με τη στρατηγική του αγόρασε και διακράτησε 'buy and hold strategy' και τούτο γιατί έχει παρατηρηθεί μακροχρόνια αύξηση των τιμών των μετοχών λόγω οικονομικής προόδου. Πράγματι ο Dow Jones το 1970 είχε μέση τιμή 900 μονάδες, το 1980 είχε μέση τιμή 1000 μονάδες , το 1990 είχε 3000 μονάδες και το 1997 είχε 7000 μονάδες. Ανάλογες καταστάσεις παρατηρούνται και σε άλλα χρηματιστήρια του κόσμου.

Η θεωρία της τυχαίας πορείας στηρίζεται με τη σειρά της στην υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς (Efficient market theory), η οποία στηρίζεται στον εξής λογικό συνειρμό: Οι χρηματοοικονομικές πληροφορίες φτάνουν τυχαία και εφόσον οι τιμές ανταποκρίνονται τέλεια στις νέες πληροφορίες, αυτό συνεπάγεται και ότι οι τιμές κυμαίνονται τυχαία.

Η Ημισχυρή αποτελεσματικότητα μας λέει ότι οι τιμές των μετοχών προσαρμόζονται με ταχύτητα στην ανακοίνωση όλων των νέων δημόσιων πληροφοριών. Σαν συνέπεια οι τιμές αντανακλούν πλήρως όλες τις επίσημες πληροφορίες. **Η μορφή της Ημισχυρής Αποτελεσματικότητας εμπερικλείει την υπόθεση της ασθενούς αποτελεσματικότητας** γιατί όλες οι πληροφορίες της αγοράς είναι δημόσιες. Οι δημόσιες πληροφορίες περιλαμβάνουν επιπρόσθετες πληροφορίες όπως κέρδη εταιρειών διασπάσεις μετοχών (split) οικονομικά νέα καθώς και πολιτικά. Το τι περιλαμβάνουν οι δημόσιες πληροφορίες οι επενδυτές θα το αξιολογήσουν και θα αποφασίσουν το μέγεθος της επένδυσης που θα κάνουν. Βεβαίως μετά τη δημοσιοποίηση των πληροφοριών οι επενδυτές δεν αναμένουν υπερκέρδη γιατί ήδη οι πληροφορίες έχουν ενσωματωθεί στις τιμές των μετοχών.

Τέλος η Ισχυρή αποτελεσματικότητα μας λέει ότι οι τιμές των μετοχών αντανακλούν πλήρως όλες τις πληροφορίες όχι μόνο τις δημοσιευθείσες αλλά οποιασδήποτε φύσης πληροφορία, ακόμη και εάν δεν έχει δημοσιευθεί. Συνεπώς κανείς επενδυτής δεν έχει αποκλειστική πρόσβαση στις πληροφορίες που αφορούν σχηματισμό τιμών.

Πρακτικά αυτές οι τρεις θεωρίες μας λένε ότι κανείς επενδυτής δεν μπορεί να επιτύχει υπερκέρδη για μεγάλο χρονικό διάστημα. Επιπλέον ισχύει ότι εκτός από την υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών όπου οι τιμές προσαρμόζονται άμεσα στην ανακοίνωση των νέων δημόσιων πληροφοριών, ισχύει και η υπόθεση των τέλει αγορών σύμφωνα με την οποία οι πληροφορίες είναι διαθέσιμες την ίδια χρονική στιγμή για οποιονδήποτε επενδυτή. **Η υπόθεση της Ισχυρής**

Αποτελεσματικότητας εμπερικλείει και τις δύο προαναφερθείσες μορφές Αποτελεσματικότητας.

Αυτοί που υποστηρίζουν τις αποτελεσματικές αγορές θεωρούν ότι οι αγορές των αξιογράφων είναι τέλειες ή όχι πολύ ατελείς. Σε τέτοιες αγορές οι τιμές των μετοχών αντανακλούν όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες και όλες οι τιμές είναι ανεξάρτητες από οποιοσδήποτε παρελθούσες συμπεριφορές και στοιχεία αναφορικά με την εταιρεία. Σε αυτό το σημείο υπάρχει μια ένσταση για τους τεχνικούς αναλυτές οι οποίοι βασίζονται σε ιστορικά στοιχεία για να κάνουν πρόβλεψη. Σαν συμπέρασμα μπορούμε να πούμε ότι η αξία μίας μετοχής είναι ίση με την μελλοντική αξία όλων των αναμενόμενων μερισμάτων.

Θα πρέπει να αναφέρουμε επίσης και τις συνέπειες της αποτελεσματικότητας της αγοράς αξιογράφων για τους επενδυτές και για τις εταιρείες.

Συνέπειες για τους επενδυτές

- **Η μελέτη των ιστορικών τιμών δεν αποδίδει υπερκέρδη.**
- **Η απόδοση της μετοχής είναι συνάρτηση του κινδύνου της.**
- **Οι επενδυτές πρέπει να προσδιορίζουν το κίνδυνο που επιθυμούν να αναλάβουν και να επιλέγουν τις μετοχές τους, ή ακόμη καλύτερα τα χαρτοφυλάκια τους ανάλογα με το κίνδυνο τους.**

Συνέπειες για τις εταιρείες

- **Οι υπεύθυνοι των εταιρειών πρέπει να έχουν εμπιστοσύνη στις τιμές της αγοράς**
- **Οι τιμές της αγοράς αντιπροσωπεύουν τη καλύτερη δυνατή εκτίμηση της αξίας της μετοχής**
- **Οι τιμές της αγοράς μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την αποτίμηση της συνολικής αξίας της εταιρείας, για το προσδιορισμό του κόστους του κεφαλαίου για την**

αξιολόγηση των επενδυτικών της έργων ,για την αξιολόγηση της διοίκησης της εταιρείας.

Ερχόμαστε να εξετάσουμε τη βασική αδυναμία του μοντέλου της αποτελεσματικής αγοράς η οποία έγκειται στο ότι δεν επιτρέπει τη συστηματική ΟΡΘΟΛΟΓΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ των τιμών των μετοχών από τις θεμελιώδεις αξίες τους. Στο μοντέλο της αποτελεσματικής αγοράς η ύπαρξη υπερβάλλουσας μεταβλητότητας , υπερβάλλουσας απόδοσης η μη στασιμότητας στη χρονολογική σειρά των τιμών αποδίδεται στην ύπαρξη κερδοσκοπικής φούσκας η οποία προκαλεί τη συστηματική απόκλιση των τιμών από τη παρούσα αξία των μερισμάτων. Οι West, Potterba & Summers ,Froot & Obstfeld κ.α υποστηρίζουν πως αυτές οι αποκλίσεις από τις θεμελιώδεις αξίες δεν μπορούν να ερμηνευτούν από τα μοντέλα αναμενόμενων αποδόσεων η ορθολογικών αποκλίσεων και μάλλον η περιγραφή τέτοιων φαινομένων θα πρέπει να γίνει με μοντέλα ψυχολογίας και αυτό-ενισχυόμενων προσδοκιών. Τέτοια μοντέλα είναι ικανά να ανιχνεύσουν προσωρινές αστοχίες στην αγορά , επιτρέπουν την απόκλιση των τιμών από τη παρατηρήσιμη θεμελιώδη αξία τους και μπορούν να περιγράψουν συμπεριφορές επενδυτών που δεν είναι ορθολογικές.(noise traders).Οι Potterba & Summers δείχνουν μέσω ενός fads μοντέλου πως η σχέση μεταξύ των προεξοφλημένων μερισμάτων και των τιμών αντιστρέφεται όσο αυξάνουμε το χρονικό ορίζοντα ανάλυσης.Fads είναι τάσεις που επικρατούν στην αγορά χωρίς κάποια ορθολογική θεμελίωση και θα μπορούσαν να χαρακτηρισθούν σαν μόδα της χρηματαγοράς.Intrinsic τάσεις είναι αυτές που σχηματίζονται με βάση τις προσδοκίες για τα θεμελιώδη μεγέθη και η πορεία τους εξαρτάται από αυτά με αποτέλεσμα να είναι πολύ δύσκολη η ανίχνευσή τους. Sunspots είναι προσωρινές αποκλίσεις από τις θεμελιώδεις αξίες οι οποίες δεν προκαλούνται από σχετικές με τις χρηματαγορές μεταβλητές. (<http://lowrisk.com>)

Ειδικότερα , η πορεία μίας μετοχής στο χρόνο καθορίζεται σύμφωνα με το επενδυτικό κλίμα που επικρατεί στην αγορά, ενώ αυτό το επενδυτικό κλίμα , δηλαδή η τάση , αντιστρέφεται καθώς μεταβάλλεται ο χρόνος. Οι ερευνητές καταλήγουν στο συμπέρασμα πως οι τιμές έχουν θετική αυτοσυσχέτιση στη βραχυπρόθεσμη χρονική περίοδο και αρνητική στη μακροπρόθεσμη. Βεβαίως

τέτοια μοντέλα περιέχουν το στοιχείο του παραλογισμού , στοιχείο το οποίο χαρακτηρίζει τους noise traders. Οι noise traders είναι επενδυτές οι οποίοι δεν συμπεριφέρονται απολύτως ορθολογικά επειδή δεν έχουν τέλεια πληροφόρηση (ή αν έχουν τη χρησιμοποιούν με λάθος τρόπο),και συγχρόνως έχουν προσαρμοζόμενες προσδοκίες και γενικότερα μπορούμε να τους χαρακτηρίσουμε και ως αφελείς. (DeLong et al The Survival of noise traders in financial markets journal of business 1991).

Η συμπεριφορά τέτοιων επενδυτών χαρακτηρίζεται από συμπεριφορά κοπαδιού αφού εξαρτάται άμεσα από τη συμπεριφορά των άλλων επενδυτών. Όταν υπάρχουν τέτοιοι επενδυτές (noise traders) ,η συμπεριφορά τους μπορεί να οδηγήσει τη χρηματαγορά σε κατάσταση στάσιμης ισορροπίας , η οποία όμως θα απέχει από τη θεμελιώδη αξία της. Βεβαίως ο όρος στάσιμη είναι σχετικός καθώς βασικό χαρακτηριστικό τέτοιων αγορών είναι η συνεχόμενη κατάρρευση και η εναλλαγή της τάσης της αγοράς. Για τη βραχυχρόνια περίοδο όμως μπορούμε να πούμε πως αυτές οι τάσεις είναι συστηματικές και επίμονες .Έτσι η προσδοκία της αγοράς είναι μια ενδογενής μεταβλητή η οποία συνεχώς μεταβάλλεται, και επηρεάζεται από τη κατάσταση της αγοράς την οποία όμως η ίδια διαμορφώνει. Πιο αναλυτικά , ακόμη και όταν η τιμή μιας μετοχής βρίσκεται σε ισορροπία , αν το χρηματιστήριο λειτουργεί σύμφωνα με ένα fads μοντέλο , ένα μικρό ερέθισμα , που θα οδηγήσει στιγμιαία τη τιμή μακριά από τα θεμελιώδη μεγέθη , μπορεί να προκαλέσει συστηματική απόκλιση των τιμών από τη παρούσα αξία των μερισμάτων η οποία βέβαια είναι μια φυσιολογική αντίδραση στη προσδοκία της αγοράς .

Μπορούμε λοιπόν να δούμε πως αφού η αγορά αποτελείται από noise επενδυτές οι οποίοι επιμένουν να παρατηρούν μόνο τις πραγματοποιηθείσες αποδόσεις τους, αντιδρώντας κάθε φορά σε προσαρμοζόμενες προσδοκίες , η ύπαρξη θετικής υπερβάλλουσας απόδοσης θα οδηγήσει σε μαζικές αγορές αυξάνοντας κατ ' αυτό τον τρόπο τις τιμές των μετοχών. Η απόκλιση η οποία δημιουργείται από αυτό το πανικό αύξησης των τιμών ο οποίος στην αρχή είναι κλιμακούμενη , στη συνέχεια όμως φθίνει. Όταν ο ρυθμός αύξησης των τιμών των μετοχών αρχίσει να μειώνεται το κλίμα στην αγορά αρχίζει να μεταστρέφεται. Κάθε επενδυτής θα παρατηρήσει τη μεγιστοποίηση των τιμών (the rationality struggle :illustrations from financial markets papers Behavioral

finance 1991), και λόγω της συμπεριφοράς της υπόλοιπης αγοράς θα οδηγηθεί σε μαζικές ρευστοποιήσεις αφού σκοπός του είναι να μεγιστοποιήσει τα πραγματοποιηθέντα κέρδη. Σκοπός του βέβαια επίσης είναι να εξέλθει από την αγορά και να κλείσει τη θέση του. Συνέπεια της όλης αυτής διαδικασίας θα είναι η κατάρρευση της αγοράς.

Η συμπεριφορά κάθε επενδυτή επηρεάζει έτσι και τη συμπεριφορά των άλλων και οδηγούμαστε με αυτό τον τρόπο σε μία συμπεριφορά κοπαδιού η οποία θα οδηγήσει σε μία συστηματική υποτίμηση των τιμών των μετοχών. Η υποτίμηση των τιμών θα συνεχιστεί μέχρι η αγορά να αναστρέψει ενδογενώς τις προσδοκίες της, καθώς κάθε επενδυτής θα έχει τη προσδοκία ότι η αγορά έχει φθάσει στο χαμηλότερο επίπεδο της και άρα θα προσπαθήσει να αγοράσει μετοχές. Την ίδια ακριβώς συμπεριφορά θα έχουν και οι άλλοι επενδυτές και έτσι κατ' αυτό τον τρόπο θα έχουμε και πάλι αποκλίσεις από τις θεμελιώδεις τιμές της αγοράς καθώς θα υπάρχει μία αυξημένη παρορμητική ζήτηση για μετοχές.

Ας δούμε όμως ποιοι είναι οι παράγοντες που καθορίζουν τη συμπεριφορά του κοπαδιού και οδηγούν τους επενδυτές σε αυτή την ασυνήθιστη παρορμητική συμπεριφορά. Οι επενδυτές στηρίζονται στη πορεία της Χρηματαγοράς (Kirman) για να λάβουν την απαραίτητη πληροφόρηση. Συνήθως ακολουθούν τους άλλους επενδυτές και πράττουν ανάλογα με τη στρατηγική που πιστεύουν ότι ακολουθεί η αγορά. Αυτή η συμπεριφορά δεν είναι παρορμητική αν δεν υπάρχει άλλη πηγή πληροφοριών (δεν μπορεί να υπάρξει μακροχρόνια ισορροπία λόγω ελλιπούς πληροφόρησης) (Orlean). Αν δε, δεχτούμε ότι αυτή η συμπεριφορά χαρακτηρίζει τους περισσότερους επενδυτές τότε ένας κερδοσκόπος θα έχει κίνητρο να αγοράσει η να πουλήσει όταν βλέπει τους υπόλοιπους επενδυτές να αγοράζουν η να πουλάνε. Αυτό θα μπορούσε να συμβαίνει γιατί ο κερδοσκόπος πιστεύει ότι οι άλλοι επενδυτές έχουν καλύτερη πληροφόρηση για τις μελλοντικές εξελίξεις. Συμπέρασμα όλης αυτής της διαδικασίας είναι ότι οι τιμές των μετοχών που διαμορφώνονται στην αγορά είναι μια έμμεση μέθοδος πληροφόρησης του επενδυτή.

Μια τέτοια όμως παρορμητική συμπεριφορά μπορεί να είναι λανθασμένη καθώς μπορεί να οδηγήσει σε αυτοενισχυόμενες διακυμάνσεις των τιμών . Η ανάλυση τέτοιων διακυμάνσεων γίνεται σύμφωνα με τη θεωρία των

συνεργιών , δηλαδή την μακρο-ανάλυση που περιγράφει τη δυναμική ενός συστήματος σύνθετου που αποτελείται από πολλά συνθετικά στοιχεία. Οι αλληλεπιδράσεις των στοιχείων αυτών οριοθετούν και χαρακτηρίζουν το σύστημα και η περιγραφή αυτής της διαδικασίας στηρίζεται σε πιθανότητες . Στη συγκεκριμένη περίπτωση οι μονάδες του συστήματος είναι οι κερδοσκόποι των οποίων η γνώμη και η συνδυασμένη δράση δημιουργούν το αποτέλεσμα στην αγορά.

Συμπεριφορά Κοπαδιού

Ο Τορσλ περιγράφει ένα σύστημα στο οποίο ο καθορισμός των τιμών είναι ενδογενής και εξωγενής συγχρόνως καθώς η τιμή προσφοράς και ζήτησης μετοχών καθορίζεται τόσο από τις συνθήκες ευημερίας του επενδυτή, όσο και από τις τιμές που παρατηρεί ο επενδυτής στην αγορά. Έτσι και αυτό τον τρόπο ο κάθε επενδυτής διαθέτει την ελάχιστη πληροφόρηση , εν συνεχεία προσφέρει στο σύστημα την πληροφόρηση αυτή, και στη συνέχεια προσπαθεί να λάβει πληροφορίες από το σύστημα θεωρώντας ότι οι άλλοι επενδυτές έχουν καλύτερο σετ πληροφοριών. Υπάρχουν μεγάλες πιθανότητες βέβαια οι υπόλοιποι επενδυτές να μη διαθέτουν καλύτερες πληροφορίες , και έτσι η τιμή να αποκλίνει από τη θεμελιώδη αξία της, ενώ η επενδυτική συμπεριφορά θα διαθέτει επιδημικό χαρακτήρα. Σε αυτή τη περίπτωση έχουμε μία αυτό-ενισχυόμενη απόκλιση η οποία στηρίζεται στα θεμελιώδη στοιχεία όμως η δυναμική της καθορίζεται από τη λάθος ανάλυσή τους. Αυτή η συγκεκριμένη μέθοδος στηρίζεται στην αυθαίρετη αναγωγή μικροοικονομικών στοιχείων σε συλλογικό επίπεδο τόσο σε επίπεδο επενδυτών, όσο και σε επίπεδο τιμών και έτσι είναι πολύ δύσκολο να εξετάσουμε την εμπειρική της αξία καθώς κάθε επενδυτής διαθέτει δικό του μοντέλο αποτίμησης το οποίο είναι αδύνατο να ανιχνεύσει η οικονομετρική ανάλυση. Οι Fama & French υποστήριξαν πως υπάρχουν μικροοικονομικά στοιχεία που διαμορφώνουν τις τιμή και την απόδοση κάθε μετοχής , όμως αυτά τα στοιχεία χάνονται όταν αναγάγουμε τις τιμές και τις αποδόσεις των μετοχών σε επίπεδο δείκτη μετοχών.(Fama & French Multifactor Explanations of asset Pricing Anomalies Journal of Finance March 1996 p 81).

Όταν μία προσδοκία επικρατήσει στη πλειοψηφία των επενδυτών τότε υπάρχει μία αντιστροφή στο κλίμα της αγοράς , καθώς εξαντλείται ο αριθμός των πιθανών αγοραστών ή πωλητών, με συνέπεια να φθίνει ο ρυθμός μεταβολής της τιμής της μετοχής. Η επιβράδυνση της μεταβλητότητας της τιμής προκαλεί την αντιστροφή των προσδοκιών , καθώς το αναμενόμενο πρίμ που δίδεται για τη μεταβολή δεν είναι αρκετό να καλύψει τη πιθανότητα μεγάλης απόκλισης , και άρα έχουμε έλλειψη εμπιστοσύνης στην αγορά. Η πιθανότητα επίτευξης κέρδους μειώνεται και αυτομάτως ξεκινάει μία προσπάθεια για συγκομιδή των ήδη πραγματοποιηθέντων κερδών η οποία οδηγεί σε υπερβάλλουσα προσφορά (ζήτηση) μετοχών ενώ ήδη έχει αρχίσει η αντιστροφή της στρατηγικής των επενδυτών που σταδιακά γίνονται απαισιόδοξοι (αισιόδοξοι). Ο υψηλός βαθμός συσχέτισης της συμπεριφοράς των επενδυτών οδηγεί σε συμπεριφορά κοπαδιού η οποία προκαλεί μαζικές πωλήσεις και κατάρρευση των τιμών μέχρι να προσβληθεί η πλειοψηφία των επενδυτών από απαισιοδοξία. Σε αυτό το στάδιο υπάρχει και η αντιστροφή της στρατηγικής των επενδυτών και ακολουθεί μία συστηματική υπερτίμηση των τιμών των μετοχών.

Οι Froot & Obsfeld εξετάζουν τη συσχέτιση του μη ερμηνεύσιμου από το μοντέλο παρούσας αξίας κομματιού της απόδοσης με τα θεμελιώδη μεγέθη και καταλήγουν στο συμπέρασμα, ότι το κομμάτι αυτό συσχετίζεται με τους εξωγενείς θεμελιώδεις παράγοντες που καθορίζουν τις τιμές των μετοχών. Έτσι υποστηρίζουν τη θεωρία ύπαρξης intrinsic φουσκών στις τιμές των μετοχών καθώς βρίσκουν πως οι τιμές συσχετίζονται με τα μερίσματα όμως υπερ-αντιδρούν στις μεταβολές τους. Συνολικά εξετάζουν το χρηματιστήριο της Νέα Υόρκης και βρίσκουν πως υπάρχει μια δυνατή μη γραμμική σχέση μεταξύ των μερισμάτων και των τιμών κάτι το οποίο φαίνεται να επιβεβαιώνει την ύπαρξη υπερβολικής μεταβλητότητας. Οι έλεγχοι που πραγματοποιούν ουσιαστικά δείχνουν πως το κομμάτι της υπερβολικής μεταβολής των τιμών από τις θεμελιώδεις αξίες τους είναι πολύ μεγάλο και υποστηρίζουν ότι είναι αδύνατο να ελεγχθεί εάν αυτό το κομμάτι , και άρα και η απόκλιση των τιμών από τα θεμελιώδη μεγέθη , είναι στάσιμο η όχι.

Την ύπαρξη μη Ορθολογικών επενδυτών υποστηρίζει και ο Adams (An Efficient Market Hypothesis (<http://www.primenet.com>:80) ο οποίος αποδίδει τις αποκλίσεις των τιμών από τα θεμελιώδη μεγέθη στην ύπαρξη

προσαρμοζόμενων προσδοκιών. Ειδικότερα υποστηρίζει πως η πορεία των τιμών στο χρηματιστήριο εξαρτάται άμεσα από στρατηγικές που διαμορφώνονται με βάση τη τεχνική ανάλυση και δείχνει πως οι στρατηγικές αυτές δεν επιτρέπουν τη σωστή και αποτελεσματική αποτίμηση των τιμών της χρηματαγοράς λόγω ψυχολογικών παραγόντων. Τα σημεία αντίστασης και στήριξης ουσιαστικά δεν αντιπροσωπεύουν τιμές που σχετίζονται με τα θεμελιώδη στοιχεία αλλά αποτελούν ψυχολογικά φράγματα στη κίνηση των τιμών τα οποία όμως είναι δυνατόν να οδηγήσουν στη συστηματική απόκλιση των τιμών από τα θεμελιώδη επίπεδα τους. Επιπλέον χαρακτηρίζει την υπερβολική απόκλιση των τιμών το 1987 αποτέλεσμα των αυτοματοποιημένων συναλλαγών, των οποίων οι εντολές καθορίζονταν από προγράμματα τεχνικής ανάλυσης. Τόσο η άνοδος όσο και η πτώση των τιμών δεν μπορούν να δικαιολογηθούν, κατά την άποψή του από τα οικονομικά στοιχεία της αγοράς αλλά ήταν το προϊόν της ψυχολογίας που διαμόρφωναν οι Παρορμητικοί κανόνες της τεχνικής ανάλυσης.

Συνολικά σε αυτό το κεφάλαιο οριοθετήθηκε μια διαφορετική προσέγγιση της κίνησης των τιμών γύρω από τη θεμελιώδη μεγέθη τους. Αρχικά εξετάστηκε το ενδεχόμενο οι υπερβολικές αποκλίσεις των τιμών να προκαλούνται από επενδυτές που δεν διαθέτουν τέλεια πληροφόρηση. Στη συνέχεια εξετάστηκε το ενδεχόμενο οι ορθολογικές αποκλίσεις να εξαρτώνται από τα θεμελιώδη στοιχεία ενώ τελικά παρατέθηκε η άποψη του Adams για ύπαρξη Παρορμητικών Επενδυτών. Βασικό στοιχείο σε αυτές τις θεωρίες είναι η συμπεριφορά του κοπαδιού η οποία αν και θεωρητικά μπορεί να περιγράψει ένα σημαντικό κομμάτι της κίνησης των μετοχών εμπειρικά είναι σχεδόν αδύνατο να ελεγχθεί. Υπάρχουν αρκετές ερμηνείες για το φαινόμενο του κοπαδιού όμως η ανάλυση γίνεται μέσω της αναγωγής σύνθετης μικροοικονομικής δράσης σε μακροοικονομικό επίπεδο. Η αναγωγή αυτή συνήθως γίνεται αυθαίρετα η με τη χρήση πιθανολογικών μεθόδων και αποτελεί ένα βασικό πρόβλημα στην εμπειρική διερεύνηση των αποτελεσμάτων

Χρόνος Διακράτησης των επενδύσεων

Οι επενδυτές που έχουν στη κατοχή τους στοιχεία ενεργητικού που ενέχουν κάποιο κίνδυνο πρέπει ψυχολογικά να συνηθίσουν στην ιδέα ότι πρέπει να τα κρατήσουν για κάποιο χρονικό διάστημα . Αυτό το χρονικό διάστημα διαφέρει από επενδυτή σε επενδυτή. Ένα είδος έκφρασης του χρόνου διακράτησης των επενδύσεων είναι η συχνότητα με την οποία ο επενδυτής ελέγχει τις επενδύσεις του καθώς και τις αποδόσεις αυτών. Μερικοί επενδυτές ελέγχουν πολύ συχνά τις επενδύσεις τους , άλλοι πάλι ενδιαφέρονται λιγότερο για τις βραχυπρόθεσμες διακυμάνσεις.

Όπως δείχνουν οι Bernatzi & Thaler (1995) αυτό το χαρακτηριστικό των επενδυτών, αντανakλά την εμπειρία τους όσον αφορά τα χαρακτηριστικά της χρηματαγοράς, και δείχνει τις προτιμήσεις τους στο κίνδυνο. Ας φανταστούμε έναν επενδυτή που ελέγχει το χαρτοφυλάκιό του μια φορά το μήνα, με βάση την εμπειρία των προηγούμενων μηνών και τις προσδοκίες για το εγγύς μέλλον. Οι μετοχές απέφεραν κέρδη στο 62% των μηνών τα τελευταία 71 χρόνια και η μέση ζημία ήταν όσο μεγάλο ήταν το κέρδος στο 97 % των περιπτώσεων. Ένας επενδυτής που αποστρέφεται τη ζημία με ορίζοντα ενός μηνός δεν επιθυμεί κάτι τέτοιο και θα προτιμήσει να επενδύσει τα χρήματά του σε μια πιο σίγουρη επένδυση. Ένας άλλος επενδυτής αποφασίζει να παραμείνει καθηλωμένος σε μια επένδυση για τα επόμενα πέντε χρόνια. Η επανάληψη της προηγούμενης ιστορίας θα είναι πολύ καλύτερη για αυτόν τον συγκεκριμένο επενδυτή. Οι μετοχές απέφεραν κέρδη στο 90% των πενταετών περιόδων και η μέση ζημία ήταν το 63 % του μέσου κέρδους. Ακόμη και ο επενδυτής που απεχθάνεται τη ζημία θα επενδύσει σε μετοχές αν θέλει να υιοθετήσει μακροπρόθεσμη πολιτική επενδύσεων. Οι Bernatzi & Thaler με βάση αυτές τις εμπειρικές μελέτες εφαρμόζουν αυτό το μοντέλο στις χρηματαγορές . Υποθέτουν ότι οι επενδυτές είναι μισοί αντίθετοι με τις απώλειες, και χρησιμοποιούν τη βασική διαφορά στις αποδόσεις μεταξύ μετοχών και ομολόγων για να υπολογίσουν τον επενδυτικό ορίζοντα για τον οποίο οι επενδυτές θα βρουν τα δύο είδη επενδύσεων εξίσου ελκυστικά. Βασικό συμπέρασμα της ανάλυσής τους είναι ότι ένας επενδυτής που υιοθετεί έναν μακροπρόθεσμο ορίζοντα θα θελήσει να αναλάβει κινδύνους που ένας

πιο μυστικός επενδυτής θα απορρίψει ακόμη και εάν η υποκείμενη απέχθεια κινδύνου είναι ακριβώς η ίδια.

5. Puzzles

Θα αναφέρουμε σημαντικές ερωτήσεις που δεν μπορεί να απαντήσει η ορθολογική θεωρία.

- Γιατί οι noise traders ενώ κάποια στιγμή πρέπει να αποχωρήσουν από την αγορά αφού δεν μεγιστοποιούν τα κέρδη τους σε όφελος των Information Traders δεν αποχωρούν ;
- Γιατί οι αποκλίσεις των Αμοιβαίων Κεφαλαίων διαφέρουν από τις αξίες των χαρτοφυλακίων τους;
- Γιατί οι τιμές των μετοχών διακυμαίνονται τόσο πολύ δίχως να υπάρχουν σημαντικά νέα;
- Γιατί μετοχές με υπερβολικές αποδόσεις είτε θετικές είτε αρνητικές για ένα μακρύ χρονικό διάστημα τείνουν να μην επανέλθουν στο μέσο όρο τους;
- Γιατί οι τιμές των μετοχών των εταιρειών οι οποίες εξαγοράζονται ή συγχωνεύονται αυξάνονται σημαντικά σε σχέση με τις μετοχές των εταιρειών που εξαγοράζουν;
- Γιατί αλλαγές στα συναισθήματα των Noise traders επιφέρουν αλλαγές στις τιμές των χρεογράφων χωρίς να υπάρχουν αντικειμενικοί λόγοι;

Απαντήσεις σε μερικά από τα Puzzles

Επιχειρήσεις οι οποίες συγχωνεύονται ή εξαγοράζονται παρουσιάζουν μια αύξηση στις τιμές των μετοχών τους, η οποία είναι δυσανάλογη με τις τιμές των μετοχών των εταιρειών που τους εξαγοράζουν. Στις Η.Π.Α παρατηρήθηκε ότι οι τιμές των εξαγοραζομένων εταιρειών αυξήθηκαν κατά 16% ενώ οι τιμές των μετοχών των εταιρειών που εξαγόρασαν αυξήθηκαν μόλις κατά 2% κατά μέσο όρο. Γιατί συμβαίνει αυτή η διαφορετική αύξηση στις τιμές των μετοχών των εταιρειών, και παίρνει ολόκληρη την αύξηση η

εταιρεία η οποία εξαγοράζεται; Η εξήγηση η οποία δίδεται είναι ότι οι managers των εταιρειών που εξαγοράζουν είχαν πρόσφατες επιτυχίες οι οποίες αναμένεται να συνεχισθούν και με τις εξαγοραζόμενες εταιρείες αυξάνοντας σημαντικά τις τιμές των μετοχών τους.

Ένα άλλο πρόβλημα το οποίο παρουσιάζεται είναι γιατί οι επενδυτές προτιμούν να επενδύουν στο εσωτερικό; (Invest at home bias). Η βασική θεωρία της διασποράς η οποία δηλώνει ότι οι επενδυτές μπορούν να μειώσουν το ρίσκο τους επενδύοντας σε χρεόγραφα που δεν σχετίζονται με το υπάρχον χαρτοφυλάκίό τους Για να επιτευχθεί αυτή η θεωρία πρέπει να επενδύεις στο εξωτερικό. Το παράδοξο είναι ότι ακόμη και οι επενδυτές σε μικρές χώρες με περιορισμένη διασπορά μετοχών, αποφεύγουν να επενδύουν στο εξωτερικό γιατί έχουν περισσότερη εμπιστοσύνη στις εσωτερικές επενδύσεις.

Άλλο πρόβλημα που παρουσιάζεται είναι γιατί οι επιχειρήσεις πληρώνουν μερίσματα; Το επιχείρημα είναι το ακόλουθο. Τα μερίσματα φορολογούνται περισσότερο από την υπεραξία των μετοχών και σύμφωνα με την ορθολογική θεωρία οι επιχειρήσεις δεν έπρεπε να πληρώνουν μερίσματα. Θα μπορούσαν να κάνουν επαναγορά των μετοχών τους για να ανεβάσουν τις τιμές τους. Η εξήγηση η οποία δίνεται είναι σε όρους νοερών υπολογισμών (mental accounting) και αυτοέλεγχου (self-control). Επίσης εξετάζονται οι σχέσεις τιμών και όγκου συναλλαγών στη χρηματαγορά. Όταν οι τιμές πέφτουν τότε πέφτει και ο όγκος των συναλλαγών. Η έκπληξη είναι ότι ο όγκος των συναλλαγών δε πρέπει να πέφτει γιατί υπάρχουν πλεονεκτήματα σε όρους φορολογίας όταν οι τιμές είναι χαμηλές. Η εξήγηση η οποία δίνεται είναι σε όρους νοερών υπολογισμών.(mental account) γιατί στους επενδυτές δεν αρέσει να κλίνουν ένα mental account με ζημιά.

Ερχόμαστε στο κόσμο των πιστωτικών καρτών. Εξετάζουμε γιατί τα επιτόκια των πιστωτικών καρτών είναι τόσο υψηλά, και γιατί δεν υπάρχει ανταγωνισμός να μειώσει τα επιτόκια των καρτών; Η εξήγηση η οποία δίδεται και που βασίζεται εν μέρει στο ότι ο κόσμος παίρνει τη κάρτα

υπολογίζοντας να πληρώσει ολόκληρο το υπόλοιπο ποσό του, δίχως να πληρώσει τόκους, οπότε δε δίνει σημασία στο επιτόκιο της πιστωτικής κάρτας.

Ποια είναι τα κύρια συμπεράσματα που μπορούμε να βγάλουμε από αυτήν την συλλογή; Θα υπεδείκνυα τα εξής δύο. Πρώτον είναι πιθανό να γίνει καλύτερη οικονομική μελέτη, και δεύτερον μπορούμε να καταλάβουμε ακόμη περισσότερα για την συμπεριφορά των αγορών ιδίως των χρηματοοικονομικών αγορών εάν μελετήσουμε περισσότερο την συμπεριφορά των ατόμων που λειτουργούν στις χρηματαγορές.

Το ρίσκο που παράγεται από την μη προβλεψιμότητα των απόψεων των παρορμητικών (άσχετων) επενδυτών περιορίζει σημαντικά την ευκαιρία για κέρδος. Καθώς οι arbitrageurs (οι αναζητούντες ευκαιρία για κέρδος) έχουν βραχυπρόθεσμες επενδύσεις ανησυχούν για τη ρευστοποίηση των επενδύσεών τους σε ένα περιβάλλον μη ορθών τιμών. Σαν συνέπεια αυτής της ανησυχίας η επιθετικότητά τους θα είναι περιορισμένη ακόμη και με την απουσία βασικού ρίσκου. Σε αυτή τη περίπτωση ο θόρυβος στις συναλλαγές μπορεί να οδηγήσει σε μεγάλες αποκλίσεις μεταξύ των τιμών των μετοχών της αγοράς και των βασικών αξιών τους.

Από την άλλη οι παρορμητικοί επενδυτές μπορεί να ανταμειφθούν από την ανάληψη ρίσκου την οποία οι ίδιοι αναλαμβάνουν και κατά συνέπεια έχουν μεγαλύτερες αποδόσεις και έτσι κερδίζουν περισσότερο από ότι οι έμπειροι επενδυτές. Η συζήτηση αυτή απαιτεί μεγαλύτερη εξονυχιστική έρευνα του συνήθους επιχειρήματος, ότι οι ασταθείς θεωρήσεις πρέπει να είναι μη επικερδείς, και έτσι οι παρορμητικοί επενδυτές που επενδύουν με θόρυβο να μην μπορούν να διατηρηθούν στην αγορά. Όλη αυτή η έρευνα μπορεί να δώσει απαντήσεις σε ένα αριθμό ανωμαλιών των χρηματαγορών και μπορεί να εξηγηθεί από την ιδέα του ρίσκου που αναλαμβάνουν οι παρορμητικοί επενδυτές. Αυτές οι ανωμαλίες, περιλαμβάνουν υπερβολικές διακυμάνσεις του μέσου επαναφοράς στις τιμές της χρηματαγοράς.

Η ουσιαστική βασική υπόθεση που χρησιμοποιούμε είναι ότι οι απόψεις των παρορμητικών (άσχετων) επενδυτών είναι μη προβλέψιμες, και η

ευκαιρία για κέρδος απαιτεί αποδοχή του ρίσκου, και ότι οι λανθασμένες τους απόψεις θα γίνουν ακόμη περισσότερο ακραίες από ότι είναι σήμερα. Τέλος ένα πλεονέκτημα μιας τέτοιας προσέγγισης θα είναι να παράγει πιο περιοριστικές προβλέψεις οι οποίες είναι εύκολο να αντικρουστούν.

Εκτός όμως όλων αυτών που αναφέραμε θα πρέπει να λάβουμε υπόψη μας ότι η αγορά έχει ετεροχρονισμό πληροφόρησης, συν το ότι κυκλοφορούν πλήθος λανθασμένων απόψεων, ανακριβείς ερμηνείες, ενώ παράλληλα κυριαρχούν πάρα πολλά συναισθήματα όπως εγωισμός, ελπίδα, φόβος, αμφιβολία και άλλα. Πολλές φορές οι επενδυτές δέχονται τόσα πολλά και γρήγορα γεγονότα ώστε να μην μπορούν να αξιολογήσουν και ιεραρχήσουν τη σημασία τους.

Οι επενδυτές τείνουν να δίνουν έμφαση στις πιο πρόσφατες πληροφορίες. Σε ένα χρηματοοικονομικό περιβάλλον, αυτή η διαπίστωση σημαίνει ότι οι επενδυτές μπορεί να δώσουν υπερβολική βαρύτητα στα πρόσφατα κακά νέα μιας μετοχής και να την οδηγήσουν σε πολύ χαμηλά επίπεδα. Η θέση αυτή ενισχύεται από ένα σχόλιο του Dean LeBaron αναγνωρισμένου διαχειριστή επενδυτικών κεφαλαίων ο οποίος ισχυρίζεται ότι σε γενικές γραμμές, τα φρέσκα νέα μπορεί να προκαλέσουν υπερβολικές αντιδράσεις. Τώρα καταλαβαίνουμε γιατί οι επενδυτές περιμένουν ακόμη μεγαλύτερη άνοδο στις τιμές των μετοχών που ήδη ανεβαίνουν και επίσης περιμένουν μεγαλύτερη πτώση στις τιμές των μετοχών που ήδη πέφτουν. Οι επενδυτές αντιδρούν υπερβολικά στα πρόσφατα νέα, αγνοώντας τα μακροπρόθεσμα νέα τα οποία καθοδηγούν τη συμπεριφορά που πρέπει να ακολουθήσουν, δηλαδή να αγοράσουν ή να πουλήσουν. Όταν τα κακά νέα ισοπεδώνουν τη τιμή μιας καλής μετοχής ή μακροπρόθεσμη τάση ανόδου αυτής της τιμής επιβάλλεται ταχύτερα. Αυτό εξηγεί γιατί οι πτωτικές χρηματαγορές είναι μικρότερης διάρκειας σε σχέση με τις ανοδικές.

Οι καθηγητές Werner De Bondt και Richard Thaler συμφωνούν στο θεμελιώδες άρθρο τους "Does The Stock Market Overreact?" (Αντιδρά υπερβολικά το Χρηματιστήριο ;) Οι δύο ερευνητές κατέληξαν στο ίδιο συμπέρασμα με τον Howe και τον LeBaron ότι οι επενδυτές τείνουν να υπερτιμούν τις πιο πρόσφατες πληροφορίες και να υποτιμούν τις

παλαιότερες. Αν τα πρόσφατα νέα είναι κακά , ξεχνάμε τις καλές πληροφορίες που προηγήθηκαν. Αν οι πρόσφατες πληροφορίες είναι καλές τείνουμε να υποτιμούμε η και να αγνοούμε τελείως τις κακές που υπήρχαν πριν από αυτές.

Οι ανακαλύψεις των De Bondt και Thaler ενισχύουν την άποψη ότι οι διαχειριστές χρημάτων και οι αναλυτές πάνω στους οποίους στηριζόμαστε , έχουν τις ίδιες πιθανότητες με τους ερασιτέχνες να αντιδράσουν υπερβολικά.

Τελικά μάθαμε τίποτα; Αρκεί να σκεφτούμε τις τιμές των μετοχών εξειδικευμένου αντικειμένου (concept stocks) του 1995 για να δούμε ότι η απάντηση είναι όχι. Ότι είχε να κάνει με τιμές μετοχών εταιρειών που είχαν σχέση με το Internet , τους ημιαγωγούς η τη τεχνολογία γενικότερα τύγγανε γενικότερης αποδοχής και παρουσίαζε τεράστια αλλά εφήμερη άνοδο.

Αμέσως αναπτύχθηκε μια κερδοσκοπική φρενίτιδα που μόλις ξεκίνησε η πτώση, οι τιμές των μετοχών πολλών καλών εταιρειών τιμωρήθηκαν άδικα μαζί με όλες τις μετοχές που είχαν πάρει πλασματική αξία από τους noise traders.

Οι διαχειριστές Αμοιβαίων κεφαλαίων άφησαν να φανεί ότι δεν θα επαναλάμβαναν το κρίσιμο λάθος να προσπαθήσουν να υπερτερήσουν σε αποδόσεις αγοράζοντας με ίδια κεφάλαια μετοχές με χαμηλό όγκο συναλλαγών , στηριζόμενοι στους noise traders προτού ερευνήσουν προσεκτικά και αγοράζοντας μετοχές εταιρειών εξειδικευμένου αντικειμένου .Στο πιεστικό αγώνα για καλύτερες αποδόσεις οι διαχειριστές Αμοιβαίων Κεφαλαίων πιστεύουν ότι πρέπει να αναλάβουν πρόσθετο κίνδυνο προκειμένου να χτυπήσουν τους δείκτες της αγοράς και να ξεπεράσουν τους ανταγωνιστές τους.

Η τιμή μιας μετοχής καθορίζεται από τα μελλοντικά κέρδη και τα μερίσματα που αναμένεται να προστεθούν στη τιμή της; Αυτό μας λέει η θεωρία. Όταν τα κέρδη και τα μερίσματα προβλέπεται ότι θα ανεβούν τότε η τιμή της μετοχής θα πρέπει να περιμένουμε ότι θα ανεβεί. Έτσι θα μπορούσαμε να προβλέψουμε τις τιμές των μετοχών και οι κινήσεις μας θα ήταν ήπιες.

Η πραγματικότητα όμως είναι διαφορετική. Σε πείσμα της καθοριστικής σημασίας που έχει διαπιστωθεί ότι έχουν τα μερίσματα, οι επενδυτές φαίνεται ότι αποδίδουν δυσανάλογα μεγάλη σημασία στις βραχυπρόθεσμες οικονομικές εξελίξεις. Αυτή η τάση των επενδυτών να αγνοούν τις μακροπρόθεσμες προοπτικές προς όφελος των βραχυπρόθεσμων ειδήσεων στηρίζει τον ισχυρισμό ότι οι υπερβολικές αντιδράσεις είναι μια πραγματικότητα της χρηματαγοράς.* Οι ερευνητές Thaler και De Bondt μελέτησαν για μακρά χρονική περίοδο την χρηματαγορά της Ν. Υόρκης από το 1926 έως το 1982, χρησιμοποιώντας διαστήματα 36 μηνών. Τα συμπεράσματα στα οποία κατέληξαν μοιάζουν εντυπωσιακά. Οι δύο ερευνητές δημιούργησαν χαρτοφυλάκια αποτυχημένων μετοχών (μετοχών που οι αποδόσεις τους ήταν κατώτερες από την απόδοση του μέσου όρου των τιμών της χρηματαγοράς) και χαρτοφυλάκια με μετοχές που οι αποδόσεις τους ήταν υψηλότερες από το μέσο όρο των τιμών της χρηματαγοράς. Οι παρατηρήσεις τους έχουν αρκετά μεγάλο ενδιαφέρον και το συμπέρασμα το οποίο εξήχθη ήταν ότι συμφέρον είναι να αγοράζουμε μετοχές που οι αποδόσεις των τιμών τους είναι χαμηλότερες από τις αποδόσεις του μέσου όρου της χρηματαγοράς. Τα τελευταία 50 χρόνια, τα χαρτοφυλάκια των οποίων οι μετοχές δεν ξεπερνούσαν τις αποδόσεις του μέσου όρου των τιμών της αγοράς ξεπέρασαν το μέσο όρο των τιμών κατά 19,6%, 36 μήνες μετά τη δημιουργία του Χαρτοφυλακίου. Κατά την ίδια ακριβώς περίοδο τα χαρτοφυλάκια τα οποία είχαν μετοχές των οποίων οι αποδόσεις είχαν ξεπεράσει το μέσο όρο τιμών της χρηματαγοράς όχι μόνο υπολειπόταν κατά 5% της αντίστοιχης απόδοσης αλλά σαν σύνολο απόδοσης υπολειπόταν κατά 24,6% των 'αποτυχημένων' χαρτοφυλακίων.

Ένας σημαντικός παράγοντας επένδυσης τον οποίο πρέπει να λάβουμε σοβαρά υπόψη μας είναι τα Μαζικά Μέσα Ενημέρωσης τα οποία επηρεάζουν είτε θετικά είτε αρνητικά ένα μεγάλο μέρος των επενδυτών. Τα καθημερινά γεγονότα παρουσιάζονται σχεδόν χωρίς καμιά μακροπρόθεσμη προοπτική, πράγμα το οποίο προφανώς αποτελεί και έναν από τους λόγους που οι επενδυτές τείνουν να εστιάζουν στα πιο πρόσφατα νέα και να ξεχνούν ότι προηγήθηκε. Τα καλά νέα αποτελούν ευκαιρία επένδυσης ενώ τα κακά νέα προειδοποιητικό μήνυμα. Πιστεύουμε

ότι όταν παρουσιάζονται τα νέα όπως ακριβώς έχουν συμβάλλουν στην εξάπλωση της επικρατούσας αντίληψης , οδηγώντας τη στα άκρα και προς τις δύο κατευθύνσεις .Όταν οι αγορές ανεβαίνουν μιλάμε για φοβερές τιμές μετοχών για φοβερά κεφάλαια , με συνέπεια χωρίς ιδιαίτερα νέα που να δικαιολογούν αυτή την άνοδο ,οι χρηματαγορές να ωθούνται προς τα πάνω . Συμβαίνει βέβαια και το αντίθετο όταν υπάρχουν κάποιες δυσάρεστες ειδήσεις μια μικρή πτώση να αναγγέλλεται σαν καταστροφή ,δηλαδή μικρές ειδήσεις υπερτονίζονται σαν σημαντικές με αποτέλεσμα οι τιμές των τιμών των μετοχών να ακολουθούν πτωτική πορεία.

Όσο λιγότερα γνωρίζει κάποιος επενδυτής , τόσο περισσότερη επιβεβαίωση χρειάζεται πριν διακινδυνεύσει τα χρήματα του. Σαν εμπειρικό παράδειγμα λανθασμένης επένδυσης έχουμε την είσοδο άπειρων επενδυτών στις χρηματαγορές όταν αυτές βρίσκονται στο μέγιστο των δεικτών τους. Ένας παράγοντας που επηρεάζει την επένδυση και παραμερίζει τη γνώση είναι ο παράγοντας της επιβίωσης σε ένα εξαιρετικά ανταγωνιστικό και ανελέητο περιβάλλον .

Η διαμόρφωση της άποψης βρίσκεται σε διαρκή αντίθεση με την επιβίωση. Οι αναλυτές χρεογράφων η οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων ξέρουν ότι αν η γνώμη τους διαφέρει η απέχει πολύ από την επικρατούσα, και εάν οι πελάτες τους χάσουν χρήματα από τις επιλογές τους , τότε η αξιοπιστία τους είναι κατεστραμμένη. Κατά συνέπεια η κρίση τους θολώνει από την ανάγκη να επιβιώσουν. Σαν παράδειγμα μπορούμε να αναφέρουμε ότι όταν κάποιος διαχειριστής Αμοιβαίων κεφαλαίων που αγοράζει τη μετοχή σε τιμές όπως και άλλοι διαχειριστές, μπορεί να επιβιώσει αν αποδειχθεί ότι έκανε λάθος , επειδή και οι ανταγωνιστές του έκαναν και αυτοί το ίδιο ακριβώς λάθος. Το απαράδεκτο είναι να αγοράσεις μετοχές που δεν αγόρασε κανείς άλλος και να χάσεις χρήματα πελατών σου. Δεν πρέπει λοιπόν να απορούμε που διαχειριστές Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι τόσο επιρρεπείς σε ομαδικές τάσεις.

Σαν εμπειρικό συμπέρασμα μπορούμε να πούμε ότι οι Διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων αν και έχουν γνώσεις, η ψυχολογική πίεση μπορεί να κάνει τη κρίση τους να παρεκκλίνει.

Εξετάζοντας τη συμπεριφορά των ανθρώπων βλέπουμε ότι οι απόψεις που διαμορφώνονται έχουν σαν βάση τέσσερις δυνάμεις:

- 1. Ωφελιμιστική**
- 2. Ενδεικτική της αξίας**
- 3. Αυτοπροστατευτική**
- 4. Γνωστική**

Η άποψη με ωφελιμιστική βάση έχει να κάνει με την επιβίωση και την ασφάλεια, Η ενδεικτική της αξίας βασίζεται στην ανάγκη μας για αυτοεκτίμηση ή αυτοδραστηριοποίηση. Η αυτοπροστατευτική έχει να κάνει με αμυντικούς μηχανισμούς. Όλες αυτές οι απόψεις μπορούν να συνδεθούν με τις επενδύσεις. Κάποιες φορές είναι κυρίαρχη η μία από τις τέσσερις, άλλοτε συνυπάρχουν περισσότερες. Εμείς θα δώσουμε μεγαλύτερη έμφαση στη γνωστική επειδή είναι η πιο σχετική με τις επενδύσεις.

Μια άποψη βασισμένη στη γνώση καθορίζεται από γεγονότα και εμπειρίες. Μια άποψη βασισμένη στη γνώση αποτελεί μέρος της προσπάθειας ενός επενδυτή να σχηματίσει μια συνεπή, σαφή και σταθερή αντίληψη για τις χρηματαγορές. Όταν οι επενδυτές βρίσκονται σε κάποια κατάσταση όπου η γνώση και η εμπειρία τους είναι περιορισμένες, όπως οι επενδύσεις στο χρηματιστήριο, συνήθως αναζητούν καθοδήγηση ώστε να μπορέσουν να διαμορφώσουν μια γνώμη που πιστεύουν ότι έχει γερή βάση. Οι επενδυτές ψάχνουν να βρουν τα χαμένα κομμάτια με τρεις τρόπους.

- 1. Αναζητώντας περισσότερες πληροφορίες**
- 2. Υιοθετώντας την άποψη άλλων επενδυτών γύρω τους**
- 3. Υιοθετώντας μια άποψη συναφή με τα υπόλοιπα πιστεύω τους η τις γνώσεις**

Αρχίζουμε να βλέπουμε πως η διαδικασία της σκέψης των περισσότερων επενδυτών μπορεί να οδηγήσει σε ομαδική συμπεριφορά. Οι επενδυτές είναι βέβαιο ότι προσεγγίζουν την αγορά με τη μεγαλύτερη προσδοκία ότι θα βγάλουν χρήματα. Η ευχαρίστηση που αντλεί κανείς βγάζοντας κέρδος είναι τόσο μεγάλη, που ο επενδυτής ποντάρει πολλά από ψυχολογική άποψη.

Στο χρηματιστήριο όταν όλοι βγάζουν χρήματα , τα θετικά συναισθήματα ενισχύουν τις απόψεις των επενδυτών για τις μετοχές. Αυτό τους παρακινεί να αγοράζουν ακόμη περισσότερες. Καθώς μια μετοχή η χρηματαγορά αποκτά μεγαλύτερη ορμή τάσης (momentum), όλο και περισσότεροι καινούργιοι επενδυτές προσελκύονται στο παιχνίδι. Όλη αυτή η διαδικασία καθυστεράει τους αρχικούς επενδυτές και τους ενθαρρύνει να ποντάρουν ακόμη περισσότερα. Ο κύκλος αυτός συνεχώς αναπαράγεται μέχρι τη στιγμή που κάποιο σημαντικό γεγονός θα συμβεί ώστε να επιφέρει μεταβολή.

Τι όμως είναι αυτό που μπορεί να προκαλέσει μια αλλαγή στο τρόπο συμπεριφοράς ενός επενδυτή; Τι μπορεί να κάνει μια μετοχή η μια χρηματαγορά να πέσει, τη στιγμή που συνεχώς έχει ανοδική πορεία ; Θα μπορούσαμε να πούμε ότι ο φόβος είναι ένας παράγοντας ικανός να αλλάξει τη πορεία μιας μετοχής. Ο αυξημένος φόβος απωλειών θα έπρεπε να είναι αρκετός για να αλλάξει συμπεριφορά ο επενδυτής. Παραδόξως όμως αυτό μάλλον δεν είναι αλήθεια. Η έρευνα δείχνει ότι οι άνθρωποι όταν βρίσκονται μπροστά σε μηνύματα που έχουν στόχο να προκαλέσουν περισσότερη η λιγότερη αγωνία τείνουν να αγνοούν τα μηνύματα που δημιουργούν περισσότερο φόβο. Με άλλα λόγια οι επενδυτές γίνονται εχθρικοί απέναντι σε αυτόν που δίνει το μήνυμα , το οποίο ξυπνά το φόβο τους, και το αγνοούν. Πυροβολώντας τον πληροφοριοδότη πυροβολούν τον ίδιο τους τον εαυτό.

Πολλοί επενδυτές βρίσκουν ευκολότερο να αγοράσουν μια δημοφιλή μετοχή που πολλοί άλλοι επενδυτές κατέχουν, και πιστεύουν ότι θα πάει ακόμη καλύτερα. Σε περίπτωση που η τιμή της μετοχής πέσει , είναι πολύ εύκολο να δικαιολογηθούν για την αποτυχημένη στην ουσία αγορά , βασιζόμενοι στο γεγονός ότι αρκετοί επενδυτές είχαν στη κατοχή τους την συγκεκριμένη μετοχή. Σε περίπτωση αγοράς κάποιας μετοχής με κακή εικόνα , είναι δύσκολο να δικαιολογηθούν εάν η τιμή της μετοχής πέσει. Επιπρόσθετα πολλοί πιστεύουν ότι διευθυντές και χρηματοοικονομικοί σύμβουλοι προτιμούν τις δημοφιλείς εταιρείες γιατί είναι λιγότερο πιθανό να απολυθούν εάν αυτές πέσουν έξω. Πολλοί ερευνητές θεωρούν ότι η τάση να αναλαμβάνεις μεγαλύτερο η μη αναγκαίο κίνδυνο είναι χαρακτηριστικό της ανθρώπινης συμπεριφοράς. Δύο πολύ βασικά χαρακτηριστικά της ανθρώπινης συμπεριφοράς για κερδοσκοπία είναι ο εγωϊσμός και η διασκέδαση. Οι άνθρωποι θυμούνται πολύ περισσότερο τις επιτυχίες τους

από τις αποτυχίες , και για αυτό το λόγο ανεβάζουν μη ορθολογικά (παρορμητικά) την αυτοεκτίμησή τους . Όπως λέει και ο John Allen Paulos 1990 υπάρχει μια τάση απόκρυψης των δυσάρεστων και αποτυχημένων στιγμών , και επικέντρωσης στις καλές και επιτυχημένες στιγμές.

Η δυναμική της διαδικασίας επένδυσης , η κουλτούρα η σχέση μεταξύ επενδυτών και συμβούλων μπορεί να επηρεάσει σημαντικά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων και την επικείμενη επενδυτική συμπεριφορά. Πολλοί χρηματοοικονομικοί σύμβουλοι απολούνται συχνά από φόβο μήπως πάνε χειρότερα από ότι η αγορά. Πολλές εταιρείες προσλαμβάνουν διευθυντές και αυτοί οι οποίοι τους προσλαμβάνουν αναλαμβάνουν μεγάλο κίνδυνο. Εάν κάτι δεν πάει καλά ρίχνουν το βάρος στους νεοπροσληθέντες , εάν όμως έχουν επιτυχία παίρνουν και αυτοί ένα μέρος της επιτυχίας.

Η ψυχογραφική περιγράφει ψυχολογικά χαρακτηριστικά ανθρώπων και είναι εφαρμόσιμη στο καθορισμό της επενδυτικής στρατηγικής καθώς και στην ανοχή ανάληψης κινδύνου για κάθε επενδυτή. Το παρελθόν καθώς και οι εμπειρίες των επενδυτών παίζουν σημαντικό ρόλο στις αποφάσεις που παίρνει κατά τη διάρκεια της διαδικασίας της επένδυσης. Οι γυναίκες για παράδειγμα αποφεύγουν περισσότερο από τους άνδρες τον κίνδυνο , οι παθητικοί επενδυτές πλουτίζουν χωρίς πολύ κίνδυνο, ενώ οι ενεργητικοί πλουτίζουν με το δικό τους κόπο.

Όλοι οι επενδυτές θέλουν να πάρουν τις σωστές αποφάσεις σχετικά με τις επενδύσεις τους. Η έρευνα όμως έχει δείξει ότι οι επενδυτές έχουν τάσεις για μοντέλα συμπεριφοράς που δεν είναι επωφελή για τη διαχείριση των επενδύσεών τους. Ο καλύτερος τρόπος για να επενδύσεις σε ένα χαρτοφυλάκιο μπορεί να έρχεται σε αντίθεση με την επιθυμία να ακολουθήσεις τη νοοτροπία της αγέλης , να αποφύγεις το κίνδυνο , και την μετάνοια.

Κατανοώντας αυτά τα μοντέλα συμπεριφοράς , οι επενδυτές είναι σε θέση με αξιόλογη προσπάθεια να διορθώσουν αυτές τις συμπεριφορές. Η εκπαίδευση πριν την επιλογή της επένδυσης , είναι πολύ σημαντικός παράγοντας. Οι επενδυτές πρέπει να προκαθορίζουν τους επενδυτικούς τους στόχους , τον χρονικό τους ορίζοντα που τα χρήματά τους θα αποδώσουν. Καθώς οι μελέτες συνεχίζονται δεν υπάρχει αμφιβολία ότι οι οικονομολόγοι, οι ψυχολόγοι και οι επενδυτές θα παρακολουθούν τις εξελίξεις που μπορεί να

βοηθήσουν στη κατανόηση του ρόλου του ανθρώπινου νου που κινεί τις κεφαλαιαγορές.

Οι επενδυτές δίνουν πολύ βάρος στις πρόσφατες εμπειρίες και ασχολούνται με πρόσφατες τάσεις (μέσοι όροι μεγάλων περιόδων και γνωστές στατιστικές μέθοδοι). Τείνουν να είναι περισσότερο αισιόδοξοι όταν η χρηματαγορά είναι ανοδική και γίνονται απαισιόδοξοι όταν συμβαίνει το αντίθετο. Ο καθηγητής Shiller ανακάλυψε ότι στη κορύφωση της Ιαπωνικής χρηματαγοράς το 14 % των Γιαπωνέζων επενδυτών ανέμεναν κρίση, αλλά ύστερα από αυτό το 32 % ανέμεναν περαιτέρω επιδείνωση της κατάστασης.

Αρκετοί ερευνητές πιστεύουν ότι όταν υψηλά ποσοστά συμμετεχόντων γίνονται υπέρ-αισιόδοξοι ή υπέρ-απαισιόδοξοι τότε θα συμβεί το αντίθετο. Τα άτομα συχνά βλέπουν τάση όπου δεν υπάρχει και χειρίζονται τυχαία γεγονότα σαν αποτέλεσμα ικανοτήτων. Ο Thaler έχει αποδείξει στατιστικά ότι πολλά γεγονότα είναι απλά αποτελέσματα τύχης. Παρόλα αυτά πολλοί επενδυτές αρνούνται να αποδεχθούν πολλές αλήθειες παρά την ύπαρξη μαθηματικών αποδείξεων. Αυτό συμβαίνει γιατί έχουν τυφλή εμπιστοσύνη στις ικανότητές τους και επενδυτές και αναλυτές εμπιστεύονται ειδικά τις γνώσεις που έχουν σε συγκεκριμένους τομείς. Παρόλα αυτά αυξανόμενα επίπεδα εμπιστοσύνης δεν δείχνουν να έχουν συσχέτιση με μεγαλύτερη επιτυχία. Για παράδειγμα μελέτες έχουν δείξει ότι οι άνδρες υπερεκτιμούν τις ικανότητές τους στον αθλητισμό, σε ηγετικές θέσεις, στις σχέσεις τους με τους άλλους. Διευθυντές χρηματοοικονομικών τμημάτων ή επιχειρήσεων, χρηματοοικονομικοί σύμβουλοι, καθώς και επενδυτές διαρκώς υπερεκτιμούν τις ικανότητές τους να χτυπήσουν την αγορά, και παρόλα αυτά αποτυγχάνουν να τα καταφέρουν.

6. Μοντέλα Συμπεριφοράς

6.1 Επένδυση σε τοπικές εταιρείες

Στην έρευνα αυτή περιγράφεται ότι οι επενδυτές προτιμούν να επενδύουν σε τοπικές εταιρείες που τους είναι γνώριμες. Οι επενδυτές προτιμούν τις τοπικές ή γνώριμες εταιρείες δίχως να λαμβάνουν υπόψη τους τίποτα άλλο, το μόνο

κριτήριο δηλαδή είναι η τοπική και γνώριμη μετοχή με συνέπεια αυτή η επιλογή να μην είναι ορθολογική , σε σύγκριση με κάποιες άλλες εταιρείες με τις οποίες ο επενδυτής δεν έχει άμεση σχέση. Οι επενδυτές βλέπουν τις δικές τους αποφάσεις Ορθολογικές , ενώ των άλλων επενδυτών σαν αποτέλεσμα συγκεκριμένης προϋπάρχουσας Παρορμητικής διάθεσης. Οι επενδυτές εμπορεύονται περισσότερο μετοχές που πιστεύουν ότι έχουν ανώτερη πληροφόρηση, ενώ στην ουσία δεν έχουν και επιπλέον η αγορά έχει προεξοφλήσει πλήρως. Αποτέλεσμα αυτής της λανθασμένης επιλογής είναι οι πολλές και άσκοπες πράξεις , με μεγάλους όγκους συναλλαγών στις χρηματαγορές , κάτι που οι ερευνητές το θεωρούν περιεργό. Για να γίνει συναλλαγή χρειάζονται δύο πλευρές , στη μια πλευρά βρίσκεται αυτός ο επενδυτής που νομίζει ότι διαθέτει πληροφορίες , και στην άλλη κάποιος άλλος που πιστεύει ακριβώς το ίδιο. Δεν είναι δυνατόν όμως να είναι και οι δύο σωστοί.(Gur Huberman Columbia University 1994).

6.2 Αποφυγή ανάληψης ρίσκου

Ένας πολύ βασικός παράγοντας που επηρεάζει τις αποφάσεις για επενδύσεις είναι το να αποφεύγουν οι επενδυτές στις αποφάσεις τους την ανάληψη κινδύνου. Τα άτομα είναι υπέρ-ευαίσθητα στη διαφορά μεταξύ καταστάσεων βεβαιότητας και μεγάλης πιθανότητας. Σε τέτοιου είδους καταστάσεις οι επενδυτές αρκετά συχνά επιδιώκουν επενδύσεις οι οποίες είναι απόλυτα σίγουρες , και επίσης προσφέρουν υψηλό ποσοστό κέρδους.(Daniel Kahneman & A Tversky 1998) .

Εν συντομία θα αναφερθούμε σε ένα παράδειγμα το οποίο καλείται πρόβλημα ανταγωνιστικών επενδύσεων. Υποθέτουμε ότι η συνταξιοδότηση ενός ατόμου θα γίνει σε είκοσι χρόνια, και γίνεται προσπάθεια επιλογής μεταξύ δύο υποθετικών επενδύσεων . Οι επενδυτικές επιλογές είναι οι εξής : Η πρώτη επιλογή είναι απόδοση κεφαλαίου 8 % ετησίως και η δεύτερη επιλογή είναι απόδοση κεφαλαίου 10 % στο 85 % των περιπτώσεων και 0 % απόδοση σε ποσοστό 15 %.Τίθεται το ερώτημα πια επιλογή θα πρέπει να επιλέξουμε. Μετά από εμπειρικές μελέτες οι ερευνητές υποδεικνύουν ότι οι περισσότεροι επιλέγουν την πρώτη περίπτωση γιατί είναι σίγουρη . Μετά από

είκοσι χρόνια, μια αρχική επένδυση \$ 10000 θα έχει φτάσει στο ποσό των \$ 46000 περίπου. Η δεύτερη επιλογή όμως είναι δυνατόν να έχει μεγαλύτερη απόδοση. Εάν υποθέσουμε ότι η αρχική επένδυση των \$ 10000 έχει απόδοση 0 % στα τρία πρώτα χρόνια από τα είκοσι , γίνεται \$ 50000 περίπου στο τέλος της εικοσαετίας. Παρατηρούμε λοιπόν ότι στη δεύτερη επενδυτική πρόταση έχουμε μεγαλύτερη απόδοση κατά \$ 4000. Συγκρίνοντας τις δύο επενδυτικές επιλογές παρατηρούμε ότι η δεύτερη επιλογή είναι πιο αποδοτική λόγω βεβαίως ανάληψης μεγαλύτερου κινδύνου. Παρόλα αυτά όμως οι επενδυτές προσπαθούν να αποφεύγουν το κίνδυνο πρωτίστως, και επιλέγουν συντηρητικά χαρτοφυλάκια.

6.3 Αντίληψη πιθανότητας

Όταν παρουσιάζεται πρόβλημα το οποίο είναι δυνατόν να επιλυθεί εύκολα αρκετοί επενδυτές έχουν τη τάση να εκτιμούν το συγκεκριμένο πρόβλημα βασισμένοι σε παρορμητικούς παράγοντες. Οι επενδυτές είναι συντηρητικοί και προεξοφλούν τη σημαντικότητα κάποιων στατιστικών ενδείξεων, και βασίζονται περισσότερο στη διαίσθηση.(Edwards 1968) . Επιπλέον κάποιοι άλλοι ερευνητές συμπέραναν ότι μπορεί να αγνοούν τελείως στατιστικές γνωστές ως προϋπάρχουσες πιθανότητες.

6.4 Υπολογισμός ναι ή όχι

Μια πιθανότητα η οποία προϋπάρχει είναι η βασική πιθανότητα κάποιου γεγονότος να συμβεί. Για παράδειγμα η πιθανότητα να φέρουμε με ένα ζάρι 6 είναι 17 %. Θα ήταν λογικό να υποθέσουμε ότι οι προϋπάρχουσες πιθανότητες οι οποίες είναι διαθέσιμες θα θεμελίωναν ένα αρκετά μεγάλο μέρος των ατομικών διαδικασιών λήψης αποφάσεων. Δύο ερευνητές οι Kahneman & Tversky έδειξαν ότι εάν σκιαγραφούσαν τα προβλήματα κατά ένα συγκεκριμένο τρόπο ,τα άτομα θα αγνοούσαν τις πιθανότητες όταν έπαιρναν τις αποφάσεις. Αυτό είναι δυνατόν να μας βοηθήσει να κατανοήσουμε την αποφυγή ανάληψης κινδύνου σε μια επενδυτική απόφαση.

Η προηγούμενη συμπεριφορά των επενδυτών αποκαλύπτει πράγματα τα οποία οι επενδυτές λαμβάνουν υπόψη τους όταν επιλέγουν μια επένδυση. Όταν ένα αμοιβαίο κεφάλαιο που είναι από τα καλύτερα επί δύο συνεχόμενα έτη, αυτό δεν σημαίνει ότι θα εξακολουθεί να είναι ανάμεσα στα καλύτερα και το επόμενο έτος. Αρκετοί επαγγελματίες των χρηματαγορών συνιστούν στους επενδυτές, να εξετάζουν τη μακροχρόνια συμπεριφορά ενός αμοιβαίου, σε συνάρτηση με τους δείκτες της αγοράς, αντί να έχουν την ελπίδα ότι θα συνεχισθεί η θετική συμπεριφορά του εν λόγω αμοιβαίου. Η θεωρία τους είναι ότι κερδίζει αυτός που τρέχει σταθερά παρά αυτός που επιταχύνει διαρκώς.

6.5 Μετάνοια

Αν και οι περισσότεροι άνθρωποι μετανιώνουν για πράγματα που έκαναν, παρά για πράγματα που απέφυγαν να κάνουν, υπάρχουν εξαιρέσεις στον επενδυτικό τομέα, που είναι πολύ σημαντικές. Οι Ερευνητές ο Thaler & Kahneman σε μια από τις έρευνές τους ρώτησαν πάνω από εκατό ευκατάστατους επενδυτές να θυμηθούν μια οικονομική απόφαση για την οποία μετάνιωσαν περισσότερο και να οριοθετήσουν αν αυτή η απόφαση αφορούσε το να κάνουν μια επενδυτική επιλογή ή να μην την κάνουν. Οι περισσότεροι επενδυτές απάντησαν ότι μετάνιωσαν για ενέργεια που έκαναν. Η μειοψηφία των επενδυτών που απάντησαν μετάνοια μη ενέργειας είχαν ένα άλλο κοινό χαρακτηριστικό. Το μεγαλύτερο μέρος του χαρτοφυλακίου τους αποτελείτο από μετοχές. Η έρευνα αυτή έδειξε ότι οι άνθρωποι που μετανιώνουν για ευκαιρίες που έχασαν έχουν τη τάση να αναλαμβάνουν μεγαλύτερο κίνδυνο, από ανθρώπους που λυτούνται για λάθος επενδύσεις.

6.6 Ο πόνος της μετάνοιας

Οι επενδυτές έχουν τη τάση να νιώθουν μετανιωμένοι για λάθη επένδυσης ακόμη και πολύ μικρά, κατακρίνοντας τον εαυτό τους. Στη συνέχεια για να αποφύγουν το πόνο της μετάνοιας αλλάζουν συμπεριφορά ακόμη και παρορμητικά, εκτός από τη περίπτωση να ληφθεί υπόψη σοβαρά ο πόνος της μετάνοιας. Ερευνητές έδειξαν ότι οι επενδυτές μεγιστοποιούν την αναμενόμενη αξία μιας τροποποιημένης θεωρίας χρησιμότητας, που είναι η

αξία από τη χρήση μιας επιλογής καθώς και η χρησιμότητα που θα αποκόμιζαν από μια άλλη επιλογή που ελήφθη υπόψη.

Απογοήτευση από λάθος επένδυση

Η θεωρία της μετάνοιας βοηθάει στη κατανόηση να εξηγήσουμε την αναβολή της ρευστοποίησης αξιών των οποίων οι τιμές πέφτουν και επιτάχυνση πώλησης μετοχών που οι τιμές τους ανεβαίνουν. (Shefrin & Statman 1985). Οι επενδυτές αποφεύγουν την ρευστοποίηση μετοχών των οποίων η αξία τους πέφτει, ώστε να μην αποκαλυφθεί ότι η επένδυση που έκαναν ήταν λανθασμένη και έτσι αισθανθούν απογοήτευση. Ρευστοποιούν όμως επενδύσεις που οι τιμές των μετοχών έχουν ανέβει, για να αποφύγουν μελλοντικό φόβο σε περίπτωση πτώσης των τιμών αργότερα.

6.7 Αποφυγή μετάνοιας

Ψυχολογικές έρευνες έχουν ασχοληθεί με το πώς μπορούν οι ψυχολογικές μεταπτώσεις, όπως το άγχος της μετάνοιας να επηρεάζουν επενδυτικές αποφάσεις. Εξετάζοντας και πάλι το πρόβλημα των ανταγωνιστικών επενδύσεων, πιθανοί επενδυτές μπορεί να συνειδητοποιήσουν ότι η δεύτερη επιλογή αποφέρει μεγαλύτερο κέρδος, αλλά πρέπει να δούμε και τι γίνεται εάν η απόδοση 0% στη δεύτερη επιλογή συνεχιστεί για πάνω από τα τρία χρόνια. Εξαιτίας αυτής της πιθανότητας, οι επενδυτές επιλέγουν την πρώτη επενδυτική επιλογή αν και γνωρίζουν ότι μπορεί να καταλήξουν με μικρότερο κέρδος. Γιατί όμως γίνεται αυτή η επιλογή; Έχει αποδειχθεί εμπειρικά ότι επενδυτές οι οποίοι είχαν ζημιά στο παρελθόν ύστερα από κάποια επενδυτική επιλογή, αισθάνονται μετανιωμένοι σε σχέση με αυτούς που έχασαν μια ευκαιρία. Ο Επενδυτής παρακολουθεί τη μετοχή μιας εταιρείας την οποία θέλει να αγοράσει, αλλά συγχρόνως τη βρίσκει και πολύ ακριβή προς το παρών. Την επόμενη μέρα η αγορά λόγω άσχημων οικονομικών ειδήσεων πέφτει με συνέπεια και η τιμή της μετοχής να ωθείται προς τα κάτω. Τίθεται το ερώτημα εάν πρέπει να αγοράσει την μετοχή. Συγχρόνως όμως αναλογίζεται και εναλλακτικές προτάσεις. Τι θα γίνει εάν η αγορά πέσει και άλλο; Είναι καλύτερα να περιμένει να ανακάμψει η αγορά; Ο επενδυτής βρίσκεται σε κατάσταση αβεβαιότητας. Ναι μεν παρουσιάζεται ευκαιρία αγοράς, αλλά ο επενδυτής έχει αποφασίσει να περιμένει, γιατί μελλοντικά θα μετανιώσει εάν

πάρει λανθασμένη απόφαση , περισσότερο από ότι εάν δεν πάρει τη σωστή απόφαση.

7. Συμπεράσματα

- Όταν οι επιλογές των ανθρώπων βρίσκονται αντιμέτωπες με την Αβεβαιότητα αποκαλύπτουν το Παραλογισμό την Ασυνέπεια και την Ανικανότητα των ανθρώπων
- Οι επενδυτές ενεργούν Ορθολογικά και σκοπός τους είναι η μεγιστοποίηση των κερδών τους
- Οι επενδυτές δημιουργούν Προσδοκίες για το μέλλον και αυτές επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών
- Οι αντιδράσεις των επενδυτών σε περιβάλλον κερδών είναι κατά της ανάληψης κινδύνου , ενώ σε περιβάλλον ζημιών αναλαμβάνουν μεγαλύτερους κινδύνους
- Οι άνθρωποι δίνουν περισσότερο βάρος στις ζημιές παρά στα κέρδη.
- Ο θόρυβος μας συγκρατεί από το να γνωρίζουμε τα ορθά αναμενόμενα κέρδη σε ένα χαρτοφυλάκιο η ένα χρηματιστήριο.
- Το noise δημιουργεί ευκαιρία για κέρδος αλλά συγχρόνως την ίδια στιγμή γίνεται δύσκολο να επενδύσεις με κέρδος εξαιτίας του θορύβου.
- Τα Μαζικά μέσα ενημέρωσης επηρεάζουν θετικά η αρνητικά ένα μεγάλο αριθμό επενδυτών
- Τα καλά νέα είναι ευκαιρία επένδυσης ενώ τα άσχημα νέα είναι προειδοποιητικό μήνυμα.

Προτάσεις

- Η εκπαίδευση των Επενδυτών πάνω στα μοντέλα Συμπεριφοράς πριν την επιλογή της επένδυσης βοηθά στο περιορισμό φαινομένων κοππαδιού και μη Ορθολογικής Συμπεριφοράς .
- Προκαθορισμός των Επενδυτικών στόχων.
- Καθορισμός επενδυτικού Ορίζοντα
- Τέλος δεν υπάρχει αμφιβολία ότι Οικονομολόγοι Ψυχολόγοι και επενδυτές πρέπει να συνεργάζονται με σκοπό τη κατανόηση της ανθρώπινης συμπεριφοράς.

Βιβλιογραφία- Αρθρογραφία

1. The American Economic Review, Fraser M.L 'The Significance of the stock Exchange Boom ' Vol 22,June 1932.
2. DeLong J.B Shleifer , A Summers L Waldmann Noise Trader Risk in Financial Markets, journal of Political Economy ,95, 1987, pp 1062-1088
3. The Determinants of the Variability of Stock Prices American Economic Review Papers and Proceedings,71, pp 223
4. Potterba J.M & Summers 1988 Mean Reversion in Stock Prices Journal of Financial Economics
5. DeLong et al : The survival of Noise Traders in Financial Markets, Journal of Business , 64 ,1991 ,pp 3-15
6. Adams :An Inefficient Market Hypothesis www.primenet.com:80/-lion
7. Lawrence A . Cunningham Behavioral Finance and Investor Governance Working Paper Series No 32 January 2001
8. Lawrence A.Cunningham , From Random Walks to Chaotic Crashes The Linear Genealogy of The Efficient Capital Market Hypothesis.
9. A.Shleifer, Inefficient Markets:An Introduction to Behavioral Finance 1 (2000)
10. Fisher Black , Noise , 41 J. Fin . 529 (1986)
11. Bernatzi & Thaler A Behavioral Approach to Law and Economics, 50 Stan .L.Rev .1471,1534 (1998)
12. Robert Shiller , Market Volatility (1989)
13. R.Shiller " Market Volatility and Investor Behavior " American Economy Review Vol 80 No 2 May 1990 ,58
14. Warner DeBond & Richard H.Thaler, Does the Stock Market Overreact, 40 j Fin 793 (1985)
15. Richard Roll R ,43 J Fin .541 (1988)

16. Amos Tversky & Daniel Kahneman , Judgment Under Uncertainty
17. Sheffrin & Statman “The Disposition to Sell Winners too early and Ride losers too long “ Journal of Finance Vol.XI ,No .3 July 1985
18. Lee C ,Shleifer A, Thaler R Investor Sentiment and The closed end fund Puzzle Journal of Finance 46, 75-109
19. Crashes , Why They Happen – What to do Robert Beckman
20. Daniel Kahneman , & M Riepe Aspects Of Investor Psychology Journal of Portofolio Management Vol 24 1998 52-65
21. Mark Grinblat & M Keloharju The Investment Behavior and Performance of Various Investor Types , journal of Financial Economics Vol 55 (2000)
22. Tversky & Kahneman Prospect Theory “An Analysis of Decision Under Risk (1979)”
23. Werner F.M DeBond Behavioral Economics European Economic Review
24. Dreman D Psychology and The Stock Market
25. www.lowrisk.com
26. Fama F.Eugene & French K.R ‘Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies’ Journal of Finance, Vol 51, No 1 March 1996
27. Σεραφείμ Ε Μελέτες για την Ψυχολογία του Επενδυτή
28. Θεοδωρόπουλος Θ Χρηματιστηριακές Επενδύσεις
29. Φίλιππας Νικόλαος Αμοιβαία Κεφάλαια και Χρηματιστηριακό Περιβάλλον
30. Χαρδούβελης Γ, Τσιριτάκης Ε , Οι αποκλίσεις των τιμών των Ελληνικών Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου από την καθαρή εσωτερική τους αξία.